

# Wie vaart er nu in een ‘empty vessel’?

## Over varianten van het stakeholdersmodel bij kapitaalvennootschappen

*“Our corporate law is not static. It must grow and develop in response to, indeed in anticipation of evolving concepts and needs.”<sup>1</sup>*

### 1. Stakeholdersmodel: een ‘empty vessel’(?)

Aan het slot van een prikkelende juridische beschouwing over het stakeholdersmodel bij kapitaalvennootschappen (‘for profit corporations’) velt de Amerikaanse hoogleraar Robert Miller een hard oordeel:<sup>2</sup>

“(…) there is nothing in the stakeholder model at all. (…) The fact remains, however, that the stakeholder model of corporate governance lacks any internal normative criteria by which business decisions may be evaluated as better or worse, right of wrong. Moreover, there seems to be no prospect of supplementing the model with plausible criteria in order to allow it to produce the needed evaluations. (…) As a result, the model remains an empty vessel for whatever political or moral agenda may command sufficient support to be implemented, whether that agenda is wise and good or foolish and wicked. Even if the agenda being advanced is wise and good, however, that does not make stakeholderism a good form of corporate governance. Indeed, if by corporate governance we mean a model of how business decisions should be made and corporate affairs managed, then stakeholderism is not a good form of corporate governance because stakeholder[ri]sm is not a form of corporate governance at all. It is not a standard or a norm, but the absence of all standards and all norms.”<sup>3</sup>

Dit zijn grote woorden waarmee Nederland als stakeholdersland en de beoefenaren van het Nederlandse vennootschapsrecht het kunnen doen.

### 2. Shareholdersmodel

Wat wil Miller zelf? Hij viert als aanhanger de zegeningen van een onversneden shareholdersmodel, waarin het bestuur van een vennootschap in beginsel de fiduciaire plicht heeft zich bij de taakvervulling te richten op aandeelhouderswaardemaximalisatie – ‘shareholder-wealth maximization’ – over de lange termijn, en soms de korte.<sup>4</sup> Miller wijst gretig de volgens hem zwakke punten in het door hem in zijn analyse aangehouden stakeholdersmodel aan. Hij stapt naar onze smaak wel erg snel heen over aspecten van het door hem omarmde



Prof. mr. B.F. Assink\*



Prof. mr. L. Timmerman\*\*

shareholdersmodel waarbij zich reële vraagtekens laten plaatsen.

Zo suggereert de theorie van dit laatste model een zekere mate van eenduidigheid (in zijn woorden: “the shareholder-wealth maximization norm uniquely determines which action is best”),

\* Advocaat-generaal bij de Hoge Raad der Nederlanden, hoogleraar Ondernemingsrecht aan de Erasmus School of Law (EUR), redacteur van het WPNR. ([assink@law.eur.nl](mailto:assink@law.eur.nl))

\*\* Hoogleraar ondernemingsrecht in het bijzonder zijn geschiedenis aan de Erasmus School of Law (EUR). ([l.timmerman@law.eur.nl](mailto:l.timmerman@law.eur.nl))

1. *Unocal v. Mesa Petroleum Corp.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).
2. Robert Miller, How would directors make business decisions under a stakeholders model?, Iowa Legal Studies Research Paper No. 2022-06, 6 februari 2022, te raadplegen op SSRN (<https://ssrn.com/abstract=403232539> of <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4032539>) en later dit jaar te verschijnen in *The Business Lawyer* (zie voor het citaat p. 21). Zie ook zijn samenvatting ervan op het Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 26 april 2022 (<https://corpgov.law.harvard.edu/>).
3. Het betoog van Miller is in nogal algemene bewoordingen gesteld. Bij tijd en wijle lijkt hij met name grote (beurs)vennootschappen voor ogen te hebben. Ons is niet duidelijk of hij zich daartoe beperkt. Wij beperken ons hierna in ieder geval niet tot zo'n gezichtspunt. Zie Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The end of history for corporate law*, in: *Convergence and persistence in corporate governance*, 2004, p. 33-68 voor een opstel met ideeën die in dezelfde richting gaan als die van Miller. Er is een accentverschil tussen het betoog van Miller en dat van Hansmann & Kraakman. Miller denkt ons inziens meer ideologisch, Hansmann & Kraakman redeneren meer economisch. Zij zijn van oordeel dat het shareholdersmodel de meest efficiënte ondernemingen oplevert. Dat gezichtspunt lijkt in de beschouwing van Miller minder een rol te spelen.
4. In de praktijk lijkt het trouwens vaak uit te draaien op het nastreven van korte termijn winsten voor aandeelhouders, zeker bij de grotere, open vennootschappen waarin beleggers investeren. Zie hierover Willem Schramade, *Duurzaam kapitalisme, een andere kijk op waarde*, 2021, p. 35.

maar speelt (ook) daarbij het probleem van het effectief operationaliseren van de norm in de weerbarstige praktijk van alledag. Dat is niet zelden makkelijker gezegd dan gedaan.<sup>5</sup> Een andere complicatie bestaat erin dat de ene aandeelhouder de andere niet is. Er zijn verschillende soorten aandeelhouders met belangen die (lang) niet altijd parallel lopen. Moet je als bestuurder bijvoorbeeld streven naar maximaal economisch voordeel voor de minderheidsaandeelhouder, voor de meerderheidsaandeelhouder, voor beiden? Hoe zit het eigenlijk met een institutionele belegger of een kleine particuliere belegger in aandelen? En wat te doen met het type aandeelhouder dat wél over de lange termijn aandeelhouderswaarde *vermeerdering* wenst, maar ook belang hecht aan de bevordering van andere belangen – zeg ‘people’ en ‘planet’, naast ‘profit’ – en daarom géén voorkeur heeft voor op aandeelhouderswaardemaximalisatie gericht beleid? Ook dat levert complexiteit op. Miller gaat daarop niet echt in. Dit zijn slechts enkele observaties die al laten zien dat ook in het shareholdersmodel niet een norm bestaat die het voor de bestuurders van een vennootschap daadwerkelijk gemakkelijk maakt om in de werkelijkheid verankerde, goede besluiten te nemen en het voor de aandeelhouders eenvoudig maakt om beslissingen van het bestuur te beoordelen. Het blijft ook daarin toch vaak ploeteren.

Een verwant punt betreft de vraag of het eigenlijk wel zo is dát een wenselijk model van corporate governance zich kenmerkt door een theorie met een dergelijke (of vergelijkbare) mate van eenduidigheid, anders gezegd waarin op basis van de norm de te prefereren koers in veruit de meeste gevallen zich als het ware aan de bestuurders van de vennootschap opdringt, zodra maar duidelijk is wat de feiten en omstandigheden van dat geval zijn. Miller meent kennelijk van wel, bijvoorbeeld waar hij schrijft over een 80/20-verdeling:<sup>6</sup>

“In practice, it suffices if the model is such that, at least in general, real directors of real corporations can effectively use the criteria in the model to make real decisions. This means that the criteria must be such that rational persons, given the same factual information, will agree on what is to be done in a sufficiently large percentage of cases to make the model practically useful. Clearly, this percentage cannot be stated with mathematical precision, but there is no reason that has to be. For instance, a model would be useful in practice if the norms it contained were such that (a) in approximately 80% of the cases, given the same factual information, all rational inquirers would agree on which course of action to take in such cases (these might be thought of as the “easy”

cases), and (b) in the remaining 20% of the cases, given the same factual information, all rational inquirers would agree that not more than two or three possible courses of action were superior to all other possible courses of action (these might be thought of as the “hard” cases, where within certain limits, reasonable persons could disagree as to which of a handful of possible solutions is best).” (Zonder verwijzing in origineel).

Deze vraag hangt ten diepste samen met de visie op de maatschappelijke rol van vennootschappen en de daarmee verbonden ondernemingen. Naarmate daarin meer rekening wordt gehouden met de aan de vennootschap verbonden onderneming en de op die vennootschap en haar onderneming betrokken belangen en belanghebbenden, zal de theorie van het corresponderende corporate governance model naar de aard in

5. Zie Miller (voetnoot 2), p. 7-8, mede over “what we might hope that a model of how directors should make business decisions would do. Ideally, such a model would include norms such that, given the same factual information about the issue at hand, all rational inquirers applying the criteria would agree on what action the corporation should take. This is how the shareholder-value maximization norm works. That is, subject to disagreement about the facts (which is, of course, often very significant), the shareholder-value maximization norm will determine which of the available options the directors should choose: they should choose the option that has the largest positive effect on the present value of the company’s future free cash flows. This is one of the great strengths of that shareholder model: it is complete in the sense that, for any two possible courses of action, the norm will determine (subject to empirical uncertainty about facts) which of the two is preferable”. Daarmee bedoelt hij dat “the norm induces a complete order (in the mathematical sense) on the set of available actions”. (zonder verwijzing in origineel) Wij doelen dus op het belang van die feitelijke basis, op de beperkingen van een modelmatig, van de werkelijkheid geabstraheerd denken. Miller onderkent die basis daar wel (“for any model whatsoever, empirical uncertainty will inevitably produce a great deal of disagreement as to which option is best; uncertainty arising from other sources, such as the model itself, is thus not necessarily intolerable”).
6. Zie Miller (voetnoot 2), p. 8. Hij noteert daarbij mede: “A model that did not tend to produce consensus would be entirely unsuited to a board of directors, which has many members and operates on a majoritarian principle. Directors are supposed to be experts, deploying specialized knowledge to make good decisions.” Wij menen dat dit te sterk is uitgedrukt en dat bovendien de praktijk in Nederland laat zien dat bestuurders van vennootschappen - ook bij meerhoofdige besturen - prima uit de voeten kunnen met ons stakeholdersmodel. Wij komen hierna te spreken over de inhoud van dat model.

mindere mate zo'n eenduidigheid (kunnen) hebben.<sup>7</sup> Met dit laatste is evenwel niet gegeven dat 'dus' zo'n model minder wenselijk is. Ook daarover laat Miller zich niet echt uit.

### 3. Open instituties

Miller beantwoordt evenmin echt de vraag waarom het in de huidige tijd eigenlijk zo goed zou zijn dat in het vennootschapsrecht de vennootschap normaliter uiteindelijk alleen draait om specifiek haar aandeelhouders en het zo optimaal mogelijk bevorderen van hun economische belangen door de tijd heen, wat in het shareholdersmodel in beginsel dus het geval is.<sup>8</sup> Ons spreekt als uitgangspunt van het vennootschapsrecht een idee aan dat de Engelse econoom John Kay onlangs formuleerde. Dat idee ligt dicht bij een stakeholdersmodel:<sup>9</sup>

“The corporation is necessarily a social institution, its success the product of the relationships among its stakeholders and its role in the society within which it operates. Whether “public” or “private”, the fundamental shift needed is to recognise that modern role of business.”

Klopt dit mooie idee volgens Miller niet? Deze vraag bespreekt Miller niet, wij lezen daarom trent weinig tot niets in zijn betoog. Hij herhaalt in de kern niet meer dan de zogeheten Milton Friedmanleer uit 1970, die erop neerkomt dat “the social responsibility of business is to maximize its profits” (binnen de grenzen van het recht, dat wel). Deze winsten dienen vervolgens bij de aandeelhouders (en via bonussen bij de bestuurders) terecht te komen.<sup>10</sup> Wij citeren nogmaals Kay in genoemde publicatie:

“The Friedman doctrine was always a dangerously misleading caricature of how business worked and thrived, but it's doubly so in a world where the deepest roots of success lie in a strong commitment to solving important problems.”

De betekenis van dit soort observaties van schrijvers als Kay laat zich niet eenvoudig overschatten. We citeren nog een andere denker over vennootschappen en ondernemingen, Richard Koch, aansluitend bij de zienswijze op de materie van Kay:<sup>11</sup>

“Firms are not just economic entities, but social entities in which conscious deliberation by individuals and teams can achieve extraordinary and mind-boggling results.”

In het Nederlands, en algemeen gezegd: vennootschappen en de daarmee verbonden ondernemingen dienen open instituties te zijn, ook maatschappelijke (sociale) ontwikkelingen te

kunnen absorberen, niet alleen economische. Dat inzicht is al geruime tijd gemeengoed in Nederland, ook in het vennootschapsrecht en het daarin aangehangen model van corporate governance. Hieraan bestaat volgens ons temeer behoefte in een tijd waarin we niet lang geleden een zware financiële crisis en een COVID-19-pandemie hebben meegemaakt, het klimaatprobleem zich steeds nadrukkelijker opdringt, arbeidsverbanden juridisch losser worden en vennootschappen als actoren in de samenleving almaar (groter en daardoor) bepalender lijken te zijn, soms nog weer versterkt door concentraties van (markt)macht.

### 4. Basisvariant van stakeholdersdenken

Is het stakeholdersmodel nu werkelijk een 'empty vessel', een model van corporate governance bij vennootschappen zonder enige standaard of norm waarin (dus) niets zit, zoals Miller beweert? Dat is misschien zo'n beetje het geval als je een primitieve, uitgekledede vorm van het stakeholdersdenken aanhangt. Het draait in die basale, rudimentaire, uitgeholde variant alleen om de abstracte notie van het door bestuurders van vennootschappen betrekken en afwegen van uiteenlopende belangen bij het nemen van ('zero sum') verdelingsbeslissingen, waarbij verdere richting ontbreekt en het bredere functioneren van de met de vennootschap verbonden onderneming buiten beschouwing blijft. Miller heeft kennelijk op die basisvariant het oog, waarbij hij ervan uitgaat dat van zo'n verdelingsbeslissing

7. Misschien wel vallend (ruim) onder de 80/20-verdeling van Miller. Zie hiervoor.
8. Anders, wellicht, dan dat daarmee wordt voorkomen dat het bestuur van (grote) vennootschappen 'politiseert' (dat “directors acting under a stakeholder model are essentially political actors responding to political pressures”), wat in een stakeholdersmodel kennelijk uiteindelijk het geval zou zijn. Zie Miller (voetnoot 2) in zijn conclusie, p. 18-21. Naar onze indruk werkt de Nederlandse praktijk in ieder geval niet zo.
9. Zie John Kay, RIP PLC: the rise of the ghost corporation, the ascent and demise of the listed company, and where -for better or worse - private equity will lead business, Prospect, maart/april 2021 (<https://www.prospectmagazine.co.uk/>).
10. Zie Milton Friedman, The social responsibility of business is to increase its profits, The New York Times van 13 september 1970. Miller (voetnoot 2) verwijst daarnaar op p. 7, 19. Friedman wilde overigens weinig wetgeving en recht. Hij was de vader van de dereguleringsgedachte die in de westerse economieën heel invloedrijk werd. De markt moest allerlei problemen oplossen.
11. Zie Richard Koch, Strategy, how to create, pursue and deliver a winning strategy, 2021, p. 109.

aandeelhouders wel slechter kunnen worden (in de zin dat anderen meer waarde toebedeeld krijgen ten koste van aandeelhouders), maar niet beter (in de zin dat aandeelhouders meer waarde toebedeeld krijgen ten koste van anderen). Bijvoorbeeld waar hij schrijft:<sup>12</sup>

“In making a business decision under a stakeholder model, the question before the board is not how to balance the interests of various corporate constituencies, shareholders among others. The question is, given that all constituencies get their contractual or legal minimums, how much more (if anything) should be taken from shareholders to benefit which constituencies. This is the question that the normative criterion missing from most articulations of stakeholder theory has to answer.”<sup>13</sup>

Overigens gaat het voor Miller in zijn betoog niet zozeer erom dat de door hem veronderstelde benadering van aandeelhoudersbelangen in het stakeholdersmodel<sup>14</sup> op zichzelf problematisch is,<sup>15</sup> als wel dat dit een belangrijk punt verduidelijkt over de aard van bestuursbeslissingen onder een stakeholdersmodel (zie hiervoor) en dat er geen bevredigend normatief criterium voorhanden is in het stakeholdersmodel om genoemde vraag te beantwoorden. In Nederland is gaandeweg, en inmiddels al sinds geruime tijd, een bepaald bredere en genuanceerdere variant van het stakeholdersdenken ontwikkeld die meer om het lijf heeft dan genoemde basisvariant.<sup>16</sup> Deze sluit ons inziens ook goed aan bij de realiteit van het ondernemen. Die vorm van stakeholdersdenken is geen ‘empty vessel’, geen model van corporate governance bij vennootschappen zonder enige standaard of norm waarin niets zit, zoals Miller dit bedoelt. Laten we dat proberen uit te leggen.

### 5. Verbindingen, belangenpluriformiteit, onderneming

Het stakeholdersdenken, althans in Nederland, berust deels op het idee dat er door bestuurders verbindingen gemaakt dienen te worden tussen de vennootschap, de onderneming die aan de vennootschap toebehoort en de in de maatschappij levende behoeften. Inherent daaraan is het onderkennen van belangenpluriformiteit (inclusiviteit, niet exclusiviteit) en het onderbrengen van die notie ook in het vennootschapsrecht.<sup>17</sup> In het juridische betoog van Miller komt de onderneming als eigenstandige grootheid niet voor, anders dan via algemene verwijzingen naar “business decisions” die bestuurders moeten nemen in het kader van hun taakvervulling, gezien vanuit de theorie van het shareholdersmodel (we gingen daarop al in). De verklaring is kennelijk dat in de visie van Miller, zoals trouwens bij wel meer beoefenaars van vennootschapsrecht in de

Verenigde Staten het geval is, de onderneming (geduid in termen als ‘enterprise’, ‘business’) in beginsel neerkomt op een instrument in handen van de aandeelhouders – via de vennootschap en haar bestuurders – dat ertoe dient aandeelhouderswaarde te maximaliseren, in het algemeen dus over de lange termijn. In zo’n ‘klinische’ benadering bestaat er doorgaans weinig aandacht voor het bredere, sociaal-economische verschijnsel onderneming. In zoverre lijkt daar sprake van een blinde vlek.

12. Zie Miller (voetnoot 2), onderdeel A van zijn betoog, o.a. p. 6.

13. Zie bijvoorbeeld ook p. 8 (onderdeel B) en p. 10-11 (onderdeel C), waar hij noteert dat “in providing that the board should consider the interests of each of various constituencies, the stakeholder model says no more than that, in distributing value among certain possible recipients, the board should consider giving at least some value to each of the various possible recipients; it says nothing about how much any particular recipient should receive in any particular circumstances or when one recipient ought to receive less in order that another may receive more”. En dat “business decisions under the stakeholder model do not involve maximizing shareholder value, maximizing value for any other constituency, maximizing value for all constituencies together, or maximizing anything else. They are simply not maximization problems. They are something quite different: they are zero-sum, distributional problems. Under stakeholder theory, the question is how to divide a fixed amount of money among various groups. Economic efficiency provides no guidance at all on such issues.” (zonder verwijzing in origineel) In de in voetnoot 2 genoemde samenvatting rept Miller in dit verband van “the stakeholder model in the strong form”, te onderscheiden van (i) “most ESG advocacy, which typically claims that pursuing ESG goals maximizes value for shareholders”, en van (ii) “weak forms of stakeholder theory, which merely seek to remind directors that managing the business in the manner of an unreformed Ebenezer Scrooge is unlikely to maximize value for shareholders in the long run.”

14. Waarin “that stakeholder theory is a one-way ratchet against shareholders. Every constituency other than shareholders gets its contractual or legal due, and whatever is leftover - the value that under the shareholder-wealth maximization norm belongs to the shareholders - is then distributed among constituencies, with every dollar going to any non-shareholder constituency decreasing dollar-for-dollar the amount going to shareholders”. Zie Miller (voetnoot 2), p. 6.

15. “This does not of itself prove that stakeholderism is bad or wrong (...).” Zie Miller (voetnoot 2), p. 6.

16. Schramade (voetnoot 4), p. 96 bekritiseert ook het stakeholdersdenken. Ook hij lijkt van die basisvariant uit te gaan.

17. Zie voor vergelijkbare benaderingen over verbinding en samenwerking: de opstellen van Margaret Blair, Corporate law as a solution to team production problems en Simon Deakin, The evolution of the corporate form: from shareholders’ property to the corporation as commons, in: The Oxford handbook of the corporation, 2019. Zie voor een recent boek waarin de vennootschap vanuit de daaraan ten grondslag liggende entity (meestal de onderneming) wordt benaderd: Eva Micheler, Company law: a real entity theory, 2021.



Het aldus vanuit vennootschapsrechtelijk optiek weinig oog hebben voor de onderneming en haar diverse facetten is volgens ons een omissie, omdat bij uitstek de onderneming in haar verscheidenheid de vennootschap tot leven brengt en er een economische en (ook overigens) maatschappelijke realiteit van maakt. Juist via de onderneming (de activiteiten van de vennootschap, met inbegrip van de daarbij betrokkenen en daarmee verbonden middelen) komen uiteenlopende belangen van de diverse stakeholders en de vennootschap samen<sup>18</sup> die in het functioneren van de vennootschap (de ondernemer, zo men wil) zouden moeten doorwerken, al is de onderneming zelf geen rechtssubject. Juridisch gezien lopen de rechtsverhoudingen tussen de vennootschap en die stakeholders (de betrokken natuurlijke personen en rechtspersonen). Niettemin is de onderneming hier een onmisbare schakel, want deze is uiteindelijk de kip die voor iedere bij de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (toekomstige) betrokkene de gouden eieren moet leggen. Dit impliceert dat in het bijzonder de onderneming van de vennootschap een belangrijke maatschappelijke rol heeft. Wie dat uit het oog verliest, tendert naar een wel erg eenzijdige kijk op de zaak. Het rijk geschakeerde perspectief vanuit de onderneming verdient hier een centrale plaats.

## 6. Vennootschappelijk belang

Een, zo niet: de hoofdtak van het bestuur van de vennootschap is in beginsel het geven van leiding aan de met haar verbonden onderneming. Daarop sluit mooi aan dat de Hoge Raad in zijn *Cancun*-beschikkingen<sup>19</sup> wederom heeft bevestigd dat het bestuur bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming behoort voorop te stellen, zoals sinds 2013 ook in de wet staat (art. 2:129/239 lid 5 BW), waarbij het bestuur de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen.<sup>20</sup> Deze eerste bestuursplicht, dus het aanhouden van die gerichtheid bij de bestuurlijke taakvervulling op het vennootschappelijk belang, bevindt zich in het hart van het vennootschapsrecht. De invulling van dat vennootschappelijk belang is afhankelijk van de omstandigheden van het geval, maar wordt “in de regel vooral” bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming om zo duurzame waarde te creëren – ook, maar niet alleen, voor de aandeelhouders. Daaraan is gewoonlijk het realiseren van een gezonde winstmarge inherent. Opmerking verdient dat het Nederlandse recht op dit punt in relevante mate afwijkt van bijvoorbeeld het vennootschapsrecht van Delaware (de leidende jurisdictie in de Verenigde Staten) en

ook het Engelse recht. In Delaware wordt aangevaard dat in beginsel “[t]he directors of Delaware corporations have “the legal responsibility to manage the business of a corporation for the benefit of its shareholders owners””, oftewel “must (...) discharge their fiduciary duties to the corporation and its shareholders by exercising their business judgment in the best interests of the corporation for the benefit of its shareholder owners.”<sup>21</sup> Section 172 van de Engelse Companies Act bepaalt onder meer dat in beginsel “[a] director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company”, en wel “for the benefit of its members as a whole”.<sup>22</sup> In zijn *Cancun*-beschikkingen relateert de Hoge Raad dat bevorderen van het bestendige succes van de onderneming juist niet zo direct aan de belangen van de aandeelhouders, ook niet in beginsel, maar wijst hij op dat bevorderen van het bestendige succes van de onderneming *als zodanig* als ‘in de regel vooral’ invulling van het vennootschappelijk belang (waarbij het bestuur dus de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen).

18. De toelichting op de huidige Nederlandse Corporate Governance Code, p. 8 kent een goede omschrijving van stakeholders: “De Code berust op het uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken stakeholders. Stakeholders zijn groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers en andere belanghebbenden.”

19. Een van de vier betreft HR 4 april 2014, NJ 2014/286 (*Cancun*).

20. Zie daarvoor al o.a. HR 13 juli 2007, NJ 2007/434 (ABN AMRO) en HR 9 juli 2010, NJ 2010/544 (*ASMI*).

21. In de woorden van *NACEPE, Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 (Del. 2007), bij het eerste citaat verwijzend naar *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5 (Del. 1998). Uit eerstgenoemde uitspraak volgt meer, maar dat is hier niet relevant.

22. Met “members” worden in het Engelse recht aandeelhouders bedoeld. Uit deze bepaling volgt meer, maar dat is hier niet relevant.

## 7. Bestendig succes van de onderneming

Deze verduidelijking door de Hoge Raad in die *Cancun*-beschikkingen biedt wel degelijk betekenisvolle normatieve richting en daarmee invulling aan het stakeholdersmodel.<sup>23</sup> Een harde, scherpe in beginsel-gehoudenheid voor bestuurders van vennootschappen tot bevordering van aandeelhouderswaardemaximalisatie over de lange termijn als voorgestaan door Miller maakt geen deel uit van ons vennootschapsrecht. Miller doelt dan op wat hij noemt “the traditional rule in Anglo-American corporate law”, die erop neer komt dat:<sup>24</sup>

“the board may confer on a corporate constituency a benefit to which that constituency is not legally entitled, thus imposing a cost on the stockholders, but only if, in an otherwise legitimate exercise of its business judgment, the board believes that the action will in the long term produce a net benefit for the shareholders.”<sup>25</sup>

Daarbij tekent hij aan:<sup>26</sup>

“What may be surprising, however, is that the language typically used in describing the board’s consideration of other constituencies under the shareholder-wealth maximization model - the board *may* consider the interests of other constituencies, subject to the fundamental limitation about increasing value for shareholders - is unjustifiably permissive. It is not that the board *may* consider such constituencies; if the relevant condition is satisfied, that is, if conferring a benefit on the other constituency results in a net benefit for the shareholders, then the board not only *may* act to benefit the other constituency but *must* act to do so under Delaware’s applicable standard of conduct (at least if there is not some other use for the available funds that would produce an even greater benefit for the shareholders).”<sup>27</sup>

Zulk bevorderen van aandeelhouderswaardemaximalisatie over de lange termijn is in onze optiek niet altijd hetzelfde als het bevorderen van het bestendige succes van onderneming zoals bedoeld door de Hoge Raad in die *Cancun*-beschikkingen. Daar kan licht tussen zitten. Dit is een belangrijk punt.

Volgens ons is het naar Nederlands vennootschapsrecht denkbaar dat een beslissing van het bestuur van een vennootschap (bijvoorbeeld om vrijwillig beschikbare middelen aan te wenden voor aanvullende beloning van werknemers, verdere verbetering van dienstverlening, of het klimaatvriendelijker maken van het productieproces) gezien kan worden als bevorderend voor het blijvend floreren van het bedrijf (omdat dit eraan bijdraagt dat mensen er met plezier wer-

ken, de kwaliteit van die dienst wordt gezien als hoogwaardig of de ondernemingsactiviteiten minder belastend zijn voor het milieu), ook al vertaalt dit zich – naar verwachting – niet in maximalisatie van aandeelhouderswaarde (dus het rendement van de aandeelhouders op hun investering in de aandelen) over de lange termijn en is dit daarvoor dus niet instrumenteel. Dit onderscheid neemt niet weg dat die beslissing van het bestuur dan wel reëel gericht dient te zijn op zulk bevorderen van het bestendig succes van de onderneming. En ook niet dat het bestuur daarbij dan wel op zorgvuldige wijze dient

23. Wij zien dan ook niet, anders dan Miller (voetnoot 2) op bijvoorbeeld p. 3 (zie ook onderdeel B van zijn betoog), dat het ontbreken van enig normatief criterium in het stakeholdersmodel (in het bijzonder “any criterion based on economic efficiency”) “leaves business decisions made on a stakeholder model radically indeterminate”. Op p. 20 schrijft hij dat “business decisions made under the stakeholder model are the product not of rational deliberation based on some set of normative criteria internal to the model but are rather the outcome of political and other non-rational forces operating on directors.” Zou het werkelijk? Aan de exercitie die hij uitvoert in onderdelen C t/m E van zijn betoog op p. 9-18 (het zoeken naar een opvulling van die lacune, dus naar enig normatief criterium voor het stakeholdersmodel, op basis van “Kaldor-Hicks efficiency”, “hypothetical bargains” (“the Coase theorem”), “Delaware merger-apportionment cases”, of “a robust moral theory such as utilitarianism, some form of Kantian deontology, or a virtue-theoretic system in the Aristotelian-Thomistic tradition”) bestaat ons inziens onder het Nederlandse vennootschapsrecht daarom ook geen behoefte.

24. Zie Miller (voetnoot 2), p. 1, 2.

25. Hij verwijst daar mede (wat betreft Delaware) naar *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), *Katz v. Oak Industries, Inc.*, 508 A.2d 873 (Del. Ch. 1986), *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 6 A.3d 1 (Del. Ch. 2010) en *In re Trados, Inc. Shareholder Litigation*, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013). Zie buiten Delaware bijvoorbeeld de bekende, inmiddels ruim 100 jaar oude uitspraak *Dodge v. Ford Motor Company*, 170 N.W. 688 (Mich. 1919), waarover recent Stephen Bainbridge, *Why we should keep teaching Dodge v. Ford Motor Co.*, 5 april 2022, te raadplegen op SSRN ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4076182](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4076182)). Zie ook Miller (voetnoot 2), p. 1-2, 20.

26. Zie Miller (voetnoot 2), p. 10.

27. Hij laat daarop volgen: “As Vice Chancellor Laster has said, “the standard of conduct for directors requires that they strive in good faith and on an informed basis to maximize the value of the corporation for the benefit of its residual claimants,” i.e., the shareholders. *In re Trados, Inc. S’holder Litig.*, 73 A.3d 17, 40-41 (Del. Ch. 2013). The duty does not become optional when the best available means of maximizing value for the shareholders involves payments to non-shareholder constituencies. In other words, the commonly used language is permissive (the board *may* consider other constituencies, if the relevant condition applies) but the actual standard of conduct is mandatory (the board *shall* consider other constituencies, if the relevant condition applies).”

om te gaan met de belangen van de betrokkenen bij de vennootschap en de onderneming. Dit betekent dat deze benadering, al is die rekkelijker dan het bevorderen van aandeelhouderswaardemaximalisatie over de lange termijn en niet alleen economisch ingestoken, wel een waardevol normatief richtsnoer biedt<sup>28</sup> waaromtrent het bestuur ook dan verantwoording aan (de vennootschap via) de algemene vergadering moet kunnen afleggen.<sup>29</sup> Met zo'n beslissing is dan niet zonder meer gegeven dat het bestuur 'dus' onzorgvuldig omgaat met de belangen van de aandeelhouders. Iets anders is dat normaliter het over een lange termijn realiseren van een gezonde winstmarge een randvoorwaarde zal zijn voor een daadwerkelijk bestendig succes van de onderneming. Bestuurders dienen dat natuurlijk niet uit het oog te verliezen. Iets anders is ook dat, mede gelet op de normaaltypische ontslagbevoegdheid van de algemene vergadering (onderdeel van de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap), dergelijke beslissingen van het bestuur wel op afdoende steun van de aandeelhouders moeten kunnen rekenen wil zo'n bestuurlijke gedragslijn in de praktijk aangehouden kunnen worden. Althans zonder compliceerende discussie over de aan te houden lijn ter zake. Met het voorgaande is intussen niet gezegd dat waar het bestuur van een vennootschap in een concreet geval bijvoorbeeld kiest voor een alternatief dat naar verwachting ook leidt tot maximalisatie van aandeelhouderswaarde, dit op voorhand onverenigbaar zou zijn met het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming (en langs die weg het vennootschappelijk belang) of zou meebrengen dat het bestuur daarbij onzorgvuldig omgaat met de belangen van de (andere) betrokken stakeholders.

## 8. Nog een voorbeeld, purpose of missie

Het Nederlandse vennootschapsrecht is in zoverre agnostischer, dat wil zeggen opener of neutraler, dan het shareholdersmodel waarvan Miller uitgaat. In dat opzicht is ons stakeholdersmodel flexibeler, kent het meer 'speling', is het minder strak dogmatisch ingesnoerd.<sup>30</sup> We zien dit eerder als een sterk punt van ons op stakeholdersdenken geënte vennootschapsrechtelijk systeem dan als een zwak punt, zoals Miller lijkt te denken.

Hiermee strookt bijvoorbeeld dat, zoals de Hoge Raad heeft overwogen in de ABN AMRO-beschikking, de omstandigheid dat op de aandelen van een (beurs)vennootschap een openbaar bod is gedaan of is te verwachten, niet zonder meer meebrengt dat het bestuur – totdat openbaarmaking van het resultaat van de gestanddoening van het bod heeft plaatsgevonden of het bod is vervallen – alleen het belang van de aandeelhouders moet bewaken en laten prevaleren. Leidend blijft

in beginsel ook dan dat het bestuur bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het vennootschappelijk belang behoort voorop te stellen (met ook hier de nadruk op het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming) en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen.<sup>31</sup> Dit is een bredere benadering dan een die eenzijdig gericht is op aandeelhouderswaardemaximalisatie, laat staan op de korte termijn. Wij kennen in Nederland ook niet een 'Revlon'-achtige regel<sup>32</sup> van de strekking, in de woorden van Miller,<sup>33</sup> dat:

“once the board has decided to sell control of the company, its so-called *Revlon*-duties are triggered, and the board must act to get the best price available for the shareholders and not consider the interests of other corporate constituencies.”

Onder zo'n regel prevaleert het belang van de zittende aandeelhouders bij “the best price available”, dus aandeelhouderswaardemaximalisatie op de korte termijn, en moeten de bestuurders van de vennootschap hun gedragslijn daarop richten in termen van de transactie waarvoor zij

28. Ook als daarmee niet de 80/20-verdeling van Miller wordt aangetikt. Zie onder 2 hiervoor. Wij wijzen nog op de stelling van Miller (voetnoot 2), p. 8 dat “[i]n mathematical terms, the requirement is that the norms in the model induce a partial order on the set of available actions (...) that is “sufficiently” complete as to be practically useful “ en dat “[i]n mathematical terms, the stakeholder model fails to induce even a partial order, no matter how limited, on the set of available actions.” Wij menen dat dit in zijn algemeenheid hoe dan ook niet opgaat voor het Nederlandse stakeholdersmodel, mede gezien het voorgaande.

29. Het bestuur moet ook dan dus ten minste in staat zijn op concrete wijze inzichtelijk en navolgbaar te maken, beargumenteerd uit te leggen, waarom die beslissing naar zijn oordeel in het vennootschappelijk belang en gepast zorgvuldig jegens de belangen van de betrokken stakeholders is.

30. Wat het voorgaande ook laat zien, is dat het in Nederland reeds naar huidig vennootschapsrecht met de bestaande rechtsvormen van de nv en de bv mogelijk is een koers te varen waarbij aandeelhouderswaardemaximalisatie op enige termijn niet het leidende streven is. Het is dus niet nodig een nieuwe rechtsvorm op te zetten om dat rechtens toelaatbaar te maken.

31. Zie HR 13 juli 2007, NJ 2007/434 (ABN AMRO).

32. Zie *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986). Zie ook onder 7 hiervoor voor een andere regel die uit deze uitspraak volgt, gericht op aandeelhouderswaardemaximalisatie over de *lange* termijn.

33. Zie Miller (voetnoot 2), p. 1.

kiezen (waarbij zij dus geen acht mogen slaan op de belangen van andere stakeholders). Naar ons vennootschapsrecht behoort tot de hoofdtaak van het bestuur ook dan dus in beginsel juist het bevorderen dat de met de vennootschap verbonden onderneming over de lange termijn succesvol is (wat niet per se hetzelfde is als de transactie waaraan de zittende aandeelhouders bij verkoop van hun aandelen de hoogste opbrengst daarvoor overhouden, al kan dat wel het geval zijn), waarvan de daarbij betrokkenen, onder wie de aandeelhouders, vanuit hun respectieve posities vruchten kunnen plukken.

Wij benadrukken nog eens dat voor zulk bevorderen van het bestendig succes van de onderneming de inbreng van de verschillende stakeholders nodig is, wat ook een zekere mate van samenwerking vergt.<sup>34</sup> Een door het bestuur opgestelde purpose of missie waarin onder andere het streven naar een goede omgang met de stakeholders en hun belangen wordt benadrukt, kan behulpzaam zijn om deze inbreng en samenwerking te stimuleren.<sup>35</sup>

### 9. Complicatie: 'radical uncertainty'

Het concreet invulling geven aan dit bevorderen van het bestendige succes van de onderneming is in wezen een sterker economisch en sociaal dan juridisch getinte activiteit en in de praktijk meestal van het minder eenvoudige soort. Een grote complicatie is vaak dat ook bestuurders van vennootschappen in diverse opzichten worden geconfronteerd met wat wel wordt genoemd "radical uncertainty". Een terugkerend fenomeen waarover recent nog diepgaand en vanuit een breed perspectief is geschreven door de al genoemde auteur John Kay samen met Mervyn King, ook een econoom.<sup>36</sup> Wij citeren uit hun werk:

"Some uncertainties are resolvable. (...) Most situations in life, however, involve a deeper kind of uncertainty, a radical uncertainty for which historical data provide no useful guidance to future outcomes. Radical uncertainty concerns events whose determinants are insufficiently understood for probabilities to be known or forecasting possible. (...) The limits of certainty demonstrate the power of human judgment over artificial intelligence. In most critical decisions there can be no forecasts or probability distributions on which we might sensibly rely. Instead of inventing numbers to fill the gaps in our knowledge, we should adopt business, political, and personal strategies that will be robust to alternative futures and resilient to unpredictable events. Within the security of such a robust and resilient reference narrative, uncertainty can be embraced, because it is the source of creativity, excitement, and profit."

De omgeving van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming verandert voortdurend, bijvoorbeeld doordat onverwachte gebeurtenissen plaatsvinden en nieuwe problemen en technologieën opkomen. Deze omgeving wordt niet door vaste wetmatigheden geregeerd, maar door soms verrassend (zoals nieuwe vindingen), soms grillig (zoals geweld en oorlog) handelen van anderen. Dit vergt het nodige van bestuurders van vennootschappen, maar biedt ook kansen. Daarbij valt natuurlijk wel een onderscheid te maken tussen typen vennootschappen en hun activiteiten, zoals mkb-ondernemingen (die meer nationaal georiënteerd zijn) en multinationals (die internationaal opereren, veelal in groepsverband). Maar waar een vennootschap ondernemingsactiviteiten ontplooit, doet dit fenomeen zich dikwijls wel op de een of andere wijze voor.

### 10. Strategie ...

Om enige greep op die onzekerheid te krijgen, stelt doorgaans het bestuur van een vennootschap een strategie op voor de onderneming. Die strategie is geen statisch geheel. Deze dient telkens aangepast te (kunnen) worden aan veranderende omstandigheden. Best practice 1.1.1 van de huidige Nederlandse Corporate Governance Code verplicht<sup>37</sup> het bestuur van een beursvennootschap met zoveel woorden tot het ontwikkelen van een visie op lange termijn waardecreeatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, het formuleren van een daarbij passende strategie en het doorvoeren van (korte termijn) aanpassingen daarvan afhankelijk van de marktdynamiek, daarbij ook aspecten

34. Zie hierover uitvoerig Edward Freeman en anderen, *Stakeholder theory, the state of the art*, 2010 en Edward Freeman en anderen, *Stakeholder theory, concepts and strategies*, 2018. Zie ook voetnoot 18, waaruit volgt dat de huidige Nederlandse Corporate Governance Code "berust op het uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken stakeholders".

35. Zie hierover o.a. Martin Petrin, *Beyond shareholder value: exploring justifications for a broader corporate purpose*, in: *Research handbook on purpose and personhood*, 2021, p. 345-362 en Jonathan Knowles en anderen, *What is the purpose of your purpose?*, *Harvard Business Review*, maart/april 2022, p. 36-43. Zie voor een economisch perspectief bijvoorbeeld Martin de Jong, *Inclusive capitalism*, *Global Public Policy and Governance*, 2021, p. 159-174.

36. Zie John Kay & Mervyn King, *Radical uncertainty, decisionmaking for an unknowable future*, 2020.

37. In de zin van: 'pas toe of leg uit'.



ten noemend waaraan aandacht moet worden besteed bij het vormgeven van de strategie.<sup>38</sup> Een mooie omschrijving van wat strategisch denken is, komt op het volgende neer:<sup>39</sup>

“Corporate strategy is about guiding the evolution of a firm, determining its character and leadership, deciding where and how to compete, and, in all this, finding a way to make the firm different from any other firm in a way that appeals to certain customers, so that the firm can make supernormal profits and increase its value to both owners and customers.”

Er is al veel geschreven over de vraag met behulp van welke maatstaven een strategie opgesteld en beoordeeld dient te worden.<sup>40</sup> Dat is een fascinerende problematiek, die ook grotendeels buiten het (vennootschaps)recht en meer in het economische en sociale domein ligt. Daarop gaan we hier niet in.

### 11. ... ‘What is going on here?’

Het volstaat vast te stellen dat het door bestuurders van vennootschappen moeten nadenken over aspecten van strategie vanwege genoemde hoofdtak (het met het oog op bestendig succes leiding geven aan de onderneming), die weer onlosmakelijk verbonden is met de bestuursplicht bij de taakvervulling het vennootschappelijk belang te behartigen, mede de leegte vult die Miller het stakeholdersmodel aanwrijft. Daarom hebben de Hoge Raad en de Ondernemingskamer terecht ook een plaats in het vennootschapsrechtelijk denken ingeruimd voor het idee van een strategie, waarbij het zwaartepunt in de betrokken rechterlijke uitspraken ligt op het vlak van de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap, een juridische aangelegenheid.<sup>41</sup> Aan dat opstellen van een strategie komen meestal maar in beperkte mate belangenafwegingen te pas. Het gaat vooral om creatief, toekomstgericht en duurzaam denken, om goed te begrijpen ‘what is going on here?’ en daarop een adequaat, overkoepelend beleid voor de (meer nabije) toekomst uit te stippelen. Daarbij spelen bijvoorbeeld vragen rond de bestaande kwaliteiten van de onderneming, vernieuwing van het diensten-/productenpakket en de plaats van dienstverlening/productie.<sup>42</sup> Het strategische handelen van een bestuurder wordt in het Nederlandse vennootschapsrecht door de rechter, zoals de Ondernemingskamer, in termen van zorgvuldigheid in beginsel vooral op de wijze van totstandkoming getoetst. Dat is juist, omdat het opstellen van een strategie de kern van het inhoudelijke ondernemingsbeleid raakt, waarbij bestuurders in het algemeen een zekere mate van handelingsvrijheid toekomt.<sup>43</sup> Dit geldt ook bij het concreet invulling geven

door bestuurders aan het bevorderen van het bestendig succes van de onderneming, aan het ondernemingsbeleid, binnen het verband van de gevormde strategie en ter behartiging van het vennootschappelijk belang. Uitgangspunt is dat de rechter op dat terrein niet de pretentie moet hebben wijsneus te zijn.

### 12. Bestuurders, aandeelhouders, beleid en strategie

In het Nederlandse vennootschapsrechtelijke systeem zou je verwachten dat ergens in de wet uitdrukkelijk is bepaald dat het bestuur van de vennootschap de aandeelhouders bij de strategie dient te betrekken door deze op de aandeelhoudersvergadering te bespreken. Zo’n voorschrift is er niet. Er is wel relevante rechtspraak. Deze maakt duidelijk dat weliswaar het bepalen van het beleid en de strategie van een vennootschap en de met haar verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur van

38. Daarbij gaat het om: (i) de implementatie en haalbaarheid van de strategie; (ii) het door de vennootschap gevolgde bedrijfsmodel en de markt waarin de vennootschap en de met haar verbonden onderneming opereren; (iii) kansen en risico’s voor de vennootschap; (iv) de operationele en financiële doelen van de vennootschap en de invloed ervan op de toekomstige positie in relevante markten; (v) de belangen van de stakeholders; en (vi) andere voor de vennootschap en de met haar verbonden onderneming relevante aspecten van ondernemen, zoals milieu, sociale en personeelsaangelegenheden, de keten waarin de onderneming opereert, eerbiediging van mensenrechten en bestrijding van corruptie en omkoping.

39. Zie Koch (voetnoot 11), p. 110.

40. Zie bijvoorbeeld John Kay, *Foundations of corporate success, how strategies add value*, 1992 en Richard Rumelt, *Good strategy, bad strategy, the difference and why it matters*, 2013. Heel goed en leuk om te lezen is ook het boek van Koch (voetnoot 11).

41. Zie bijvoorbeeld HR 13 juli 2007, NJ 2007/434 (*ABN AMRO*), HR 9 juli 2010, NJ 2010/544 (*ASMI*) en HR 20 april 2018, NJ 2018/331 (*Boskalis/Fugro*).

42. Zie ook voetnoot 38.

43. Zie bijvoorbeeld *Kamerstukken II* 2010/11, 32887, 3, p. 20: “Wanneer het gaat om zakelijke beslissingen, is beleidsvrijheid voor het bestuur het uitgangspunt. De Ondernemingskamer is op grond van de bestaande wetgeving in samenhang met de jurisprudentie van de Hoge Raad verplicht tot een terughoudende toetsing van ondernemingsbeleid. De Ondernemingskamer behoort in beginsel niet te treden in de merites van bestuurlijke beslissingen wanneer daaraan een behoorlijke besluitvorming ten grondslag ligt met een behoorlijke afweging van de voor- en nadelen.” De zaak kan onder meer anders liggen als de problematiek van tegenstrijdig belang een reële complicatie vormt.

de vennootschap (onder toezicht van de raad van commissarissen, zo die er is),<sup>44</sup> maar dat de algemene vergadering haar opvattingen ter zake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in de wet en de statuten toegekende rechten. Dit laatste betekent dat het bestuur van een vennootschap aan de algemene vergadering verantwoording heeft af te leggen van zijn beleid (dus achteraf), maar dat het, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht is de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is (ook is het bestuur niet verplicht de algemene vergadering in zo'n geval te consulteren).<sup>45</sup> Het is een stap vooruit dat de Monitoring Commissie Corporate Governance in het recent verschenen consultatiedocument voorstelt om in best practice 1.1.6 van de Nederlandse Corporate Governance Code het bestuur met het oog op het bepalen van een ESG-strategie, onder toepassing van de 'pas toe of leg uit'-formule, te verplichten een beleid op te stellen voor een effectieve dialoog met de stakeholders.<sup>46</sup> Voorkomen dient te worden dat aandeelhouders, althans een te groot aantal van hen, het met de gevoerde strategie fundamenteel oneens zijn. Als dat wel het geval is, hebben zij in beginsel de ultieme mogelijkheid via de algemene vergadering bestuurders te ontslaan (vervangen) en zo een koerswijziging te bewerkstelligen, al moet daarbij wel ook worden gelet op de in art. 2:8 BW bedoelde maatstaven van redelijkheid en billijkheid.<sup>47</sup> Toepassing van die maatstaven kan tot gevolg hebben, afhankelijk van de omstandigheden van het geval, dat zo'n ontslag door de algemene vergadering vernietigbaar is (wij wijzen hier mede op art. 2:15 lid 1, aanhef en onder b BW). Ook heeft het bestuur van een beursvennootschap (nv) in beginsel de mogelijkheid de besluitvorming over het eigen ontslag voor enige tijd op te schorten, gezien de in art. 2:114b BW geregelde bedenktijd (vergelijk ook best practice 4.1.6-4.1.7 van de huidige Nederlandse Corporate Governance Code en de daar geregelde responstijd).

### 13. Andere complicatie: externe effecten van ondernemingshandelen

Een ander lastig punt bij het uitdenken van een beleid voor de onderneming is dat het inzicht groeit dat ondernemingen schade toebrengen aan de omgeving (bijvoorbeeld aan het milieu of aan werknemers in de derde wereld die soms worden uitgebuit, denk ook aan belastingontduiking), zonder dat die schade door de vennootschap wordt vergoed aan de benadeelden. Het gaat hier om het probleem van de externe effecten van ondernemingshandelen.<sup>48</sup> Als je je dat probleem van de externe effecten realiseert, ga je zien dat een vennootschap soms te hoge winsten

maakt die uiteindelijk aan de aandeelhouders (en via bonussen aan de bestuurders) uitgekeerd kunnen worden. In dit verband spreekt men over "shareholder expropriation from other constituents",<sup>49</sup> waarbij in essentie aandeelhouders dus meer waarde toebedeeld krijgen ten koste van anderen, zonder dat daarvoor een redelijke grond (rechtvaardiging) bestaat. Daarom neemt vanuit de maatschappij de druk op bestuurders toe om bij hun beleid op zorgvuldige wijze rekening te houden met die externe effecten. Voor dit probleem heeft de Hoge Raad ook oog in zijn *Cancun*-beschikkingen.<sup>50</sup> Het bestuur mag in het kader van zijn taakvervulling (bij het behartigen van het vennootschappelijk belang) immers niet de belangen van al degenen die bij de vennootschap of de onderneming betrokken zijn onnodig of onevenredig schaden.<sup>51</sup> Dit is, juridisch gezien,

44. Sinds 1 mei 2021 bepaalt art. 2:129 lid 1 BW dat behoudens beperkingen volgens de statuten het bestuur belast is met het besturen van de vennootschap (het gaat hier om een nv), waaronder voor - kort gezegd - de beursvennootschap in ieder geval is begrepen het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap. Het geursiveerde deel is nieuw.
45. Dit is vaste rechtspraak. Zie voetnoot 41. Zie over de mogelijkheid van het zoeken van een dialoog met aandeelhouders in het kader van de strategie HR 9 juli 2010, NJ 2010/544 (*ASM*).
46. Zie <https://www.mccg.nl/>. We laten de voorstellen van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code die tot medio april 2022 ter publieke consultatie zijn voorgelegd hier verder buiten beschouwing.
47. Zie bijvoorbeeld HR 12 juli 2013, NJ 2013/461 (*VEB/KLM*) en recent Hof Amsterdam (OK) 10 februari 2022, ECLI: NL:GHAMS:2022:302 (*Funda*).
48. Zie over dit probleem van de externe effecten van ondernemingshandelen o.a. Jean-Philippe Robé, *Property, power and politics. Why we need to rethink the world power system*, 2020 en Schramade (voetnoot 4), p. 87-97.
49. Zie Dorothy Lund, *Enlightened shareholder value, stakeholderism and the quest for managerial accountability*, in: *Research handbook on purpose and personhood*, 2021, p. 92.
50. Zie o.a. HR 4 april 2014, NJ 2014/286 (*Cancun*).
51. Daarmee geeft de Hoge Raad verder invulling aan de notie dat het bestuur bij de behartiging van het vennootschappelijk belang "de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen". Zie HR 13 juli 2007, NJ 2007/434 (*ABN AMRO*) en HR 9 juli 2010, NJ 2010/544 (*ASM*). Het recht zoekt de oplossing hier dus niet alleen in tot de vennootschap gerichte, buiten het vennootschapsrecht gelegen wet- en regelgeving. Daarop lijkt Miller (voetnoot 2), p. 10 te doelen: "Of course, if one thinks that corporations routinely externalize significant costs, then the rational response is to argue for stricter forms of regulations (...)."

een eigen verantwoordelijkheid van de bestuurders.<sup>52</sup> Op deze wijze worden beperkingen gesteld aan de schade die het handelen van ondernemingen soms aan de belangen van die betrokkenen toebrengt, waarbij het overigens ook kan gaan om aandeelhouders van vennootschappen. Hier bevinden we ons, over de band van die zorgvuldigheidsverplichting, weer middenin het (vennootschaps)recht. Een aspect dat zich niet onttrekt aan het bereik van rechterlijke toetsing, waarbij door de bank genomen wellicht wat minder te respecteren handelingsvrijheid van bestuurders aan de orde zal kunnen zijn dan waar het gaat om de kern van de strategiebepaling en bevordering van het bestendig succes van de onderneming door de bestuurders.

#### 14. Belangenafwegingen, gedragsnormering

Belangenafwegingen, specifiek in het kader van verdelingsvraagstukken, worden vooral relevant wanneer een vennootschap een slechte periode doormaakt en bepaalde stakeholdersbelangen, bijvoorbeeld door middelenschaarste bij de vennootschap, in het gedrang kunnen komen. De formule van het (bij het behartigen van het vennootschappelijk belang) door bestuurders niet onnodig of onevenredig mogen schaden van de belangen van de bij de vennootschap en de met haar verbonden onderneming betrokkenen biedt, zeker dan, bescherming tegen het al te eenzijdig benadelen van een bepaalde groep belanghebbenden.

Een interessant aspect van het Nederlandse vennootschapsrecht is dat het diverse mogelijkheden biedt tot handhaving van (ook) deze bestuurlijke zorgvuldigheidsplicht en daarmee de bescherming van deze belangen van die betrokkenen (waaronder dus de aandeelhouders), nog los van het aansprakelijkheids- en schadevergoedingsrecht. We wijzen bijvoorbeeld op de ruime mogelijkheden tot vernietiging van vennootschappelijke besluiten (specifiek art. 2:15 BW),<sup>53</sup> op de onmiddellijke en definitieve voorzieningen die in het kader van het enquêterecht kunnen worden getroffen (art. 2:349a en 2:356 BW) en, als we het vennootschapsrecht verbreden tot het ondernemingsrecht, op het beroepsrecht voor de ondernemingsraad (art. 26 WOR). Hier zien we een bijzonder kenmerk van het Nederlandse vennootschapsrecht.

Amerikaanse auteurs maken het stakeholdersmodel in algemene zin wel het verwijt dat het bestuur van een vennootschap daarin een te grote vrijheid van handelen heeft, omdat het door het daarin verankerde belangenpluralisme te gemakkelijk het echt afleggen van verantwoording kan ontlopen. Volgens ons verdient dit bezwaar relativering naar Nederlands recht. Niet alleen doordat de Hoge Raad gaandeweg een betekenisvolle normatieve richting en daarmee

invulling aan het stakeholdersmodel heeft gegeven. Zie mede onder 6-8 en 12 hiervoor. Ook vanwege deze verspreide mogelijkheden die de wet biedt voor rechterlijk ingrijpen. Zo komt bij ons weten in de wereld nergens iets voor dat lijkt op het Nederlandse enquêterecht.<sup>54</sup> Opgemerkt moet worden dat een dergelijk systeem waarschijnlijk alleen kan werken in een klein land waar een groot vertrouwen in (de deskundigheid van) de rechter bestaat.

In ons stakeholdersmodel zijn er nog andere voorbeelden van juridische normering van het gedrag van bestuurders van vennootschappen te geven. We denken hierbij onder meer aan de lange reeks uitspraken van vooral de Ondernemingskamer over tegenstrijdig belang bij bestuurders,<sup>55</sup> aan de wijze waarop de Hoge Raad het gedrag van bestuurders bij het beschermen van een vennootschap tegen een ongewenste overname mede met behulp van het evenredigheidsbeginsel heeft genormeerd,<sup>56</sup> aan de norm van art. 2:8 BW die het gedrag van actoren rond een vennootschap – waaronder de bestuurders en die vennootschap zelf – aan de eisen van redelijkheid en billijkheid onderwerpt,<sup>57</sup> en aan de norm van art. 2:9 BW die van elke bestuurder jegens de vennootschap een behoorlijke taakvervulling vergt.<sup>58</sup> Dit spreekt voor zich.

52. Dat geldt tevens voor de verantwoordelijkheid om zich te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Zie ook HR 20 april 2018, NJ 2018/331 (*Boskalis/Fugro*).

53. Met dien verstande dat de rechter een zekere terughoudendheid zal hebben te betrachten waar het gaat om de in art. 2:15 lid 1, aanhef en onder b BW vervatte vernietigingsgrond. Zie bijvoorbeeld HR 12 juli 2013, NJ 2013/461 (*VEB/KLM*).

54. Ook niet in Engeland. Wij abstraheren van het Caribisch deel van het Koninkrijk der Nederlanden waar een met ons enquêterecht vergelijkbare wettelijke regeling te vinden is.

55. In essentie ingezet met OK 26 mei 1983, NJ 1984/481 (*Linders Beheer*). Een belangrijke impuls is ook gegeven met HR 29 juni 2007, NJ 2007/420 (*Bruil/Bruil*).

56. Zie HR 18 april 2003, NJ 2003/286 (*RNA*).

57. Zie bijvoorbeeld HR 1 maart 2002, NJ 2002/296 (*Zwagerman Beheer*) en HR 12 juli 2013, NJ 2013/461 (*VEB/KLM*).

58. Daarbij geldt - zie bijvoorbeeld HR 10 januari 1997, NJ 1997/360 (*Staleman/Van de Ven*) - dat wordt gereede- neerd vanuit de ondergrens van het inzicht en de zorgvuldigheid van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze taak nauwgezet vervult, oftewel vanuit een maatpersoon-bestuurder.

### 15. Dus nee, geen ‘empty vessel’

Tja, ons inziens is het stakeholdersdenken in het Nederlandse vennootschapsrecht helemaal niet vanuit corporate governanceperspectief gezien een normledig concept, een lege huls, oftewel een ‘empty vessel’. Ook al is het bevorderen van aandeelhouderswaardemaximalisatie door het bestuur van de vennootschap naar Amerikaanse snit daarin dus niet het dominante narratief. We zijn verknocht aan de verbindende, duurzame, gestructureerde, evenwichtige en open manier van denken die, zeker in de afgelopen decennia, zo kenmerkend is geworden voor onze dynamische variant van het stakeholders-model en het daarbij horende normatieve kader.<sup>59</sup> De woorden bestendig succes laten zich, wat ons betreft, hier ook wel toepassen. “At some point, you have to stop searching for El Dorado”, aldus Miller.<sup>60</sup> Hij bedoelt daarmee dat:

“the mere fact that advocates of the stakeholder model have failed to supply a normative criterion to fill the lacuna in the model does not

necessarily show that no satisfactory criterion existed, and since, in this case, as in most cases, it is impossible to prove a negative, there will always remain a possibility that someone will articulate a convincing criterion to complete the stakeholder model. But as the years go by (...), eventually we have to conclude that no satisfactory criterion will ever be articulated.”

Wij zijn daarover dus niet zo sceptisch, integendeel. Volgens ons biedt het Nederlandse vennootschapsrecht een bevredigend antwoord op de centrale vraag in Millers betoog, te weten “how would directors make business decisions under a stakeholders model?” Intussen zullen wetgeven en rechtspreken lastig blijven, zoals het al eeuwen is geweest. Daarvoor zijn nu eenmaal geen gouden formules voorhanden. Ook niet in het stakeholdersdenken zoals wij dat kennen. Wel menen wij dat de stakeholdersbenadering, zoals we deze hierboven hebben uiteengezet, een beter uitgangspunt biedt om de uitdagingen van de 21ste eeuw aan te gaan dan het shareholdersmodel.

59. In die zin passend bij het citaat boven deze bijdrage. Dat, grappig genoeg, dus afkomstig is uit een belangrijke uitspraak van de Delaware Supreme Court: *Umocal v. Mesa Petroleum Corp.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985). Een uitspraak - door Chancellor Allen in *Capital City Assoc. Ltd. Partnership v. Interco, Inc.*, 551 A.2d 787, 796 (Del. Ch. 1988) wel “the most innovative and promising case in our recent corporation law” genoemd - die intussen niet los gezien kan worden van de in voetnoot 25 genoemde rechtspraak.

60. Zie Miller (voetnoot 2), p. 16.