

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/11

11 lets over de juridische relatie tussen bestuurder en vennootschap

prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma
JCDI	JCDI:ADS644209:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

11.0 Introductie 11.1 Inleiding 11.2 Gesternte 11.3 Enige relativering 11.4 Hier te lande 11.5 Principaal/agenttheorie overboord? 11.6 Nog even over aandeelhouders 11.7 Slotakkoord

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/11.0

11.0 Introductie

prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma
JCDI	JCDI:ADS644289:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

“Nog meer dan juristen gaan economen uit van het slechte in de mens. (...) Een mooi voorbeeld van het somber uitgangspunt van economen wordt aangetroffen in de zogeheten ‘Agency-theorie’. (...) Het belang van de aandeelhouder, die hier de positie van belegger inneemt, is het maximaliseren van de waarde van de aandelen. Het belang van de bestuurder is een zo hoog mogelijk inkomen bij een sub-maximale inspanning zonder zijn positie op de tocht te zetten. De één kapitalist, de ander een hebberig lijntrekker dus.” [1]

Voetnoten

[1] C.A. Schwarz, *Aandelen zonder stemrecht*, oratie Maastricht, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1990, p. 1-2 (tevens gepubliceerd als C.A. Schwarz, ‘Aandelen zonder stemrecht,’ in *Tien tinten Schwarz* (bundel bij gelegenheid van het 25-jarig ambtsjubileum van prof. mr. C.A. Schwarz), Den Haag, BJu, 2012, p. 9-10).

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/11.1

11.1 Inleiding

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma
JCDI	JCDI:ADS644211:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

In 2001, ten tijde van het schrijven van deze bijdrage (eind 2021, begin 2022) dus zo'n twintig jaar geleden, publiceerde Kid Schwarz in een voorloper van het tijdschrift *Onderneming & Financiering* een opstel getiteld 'iets over bestuurderschap, verantwoording, aansprakelijkheid, decharge en kwijting van bestuurders van vennootschappen'. De opening van dit opstel luidt als volgt: [1]

"Over de gecompliceerde juridische relatie die bestaat tussen de rechtspersoon en zijn bestuurder is de laatste jaren veel geschreven. Hoe men deze relatie ook kwalificeert - als een arbeidsovereenkomst, een bestuursovereenkomst, een gemengde overeenkomst of een dubbele rechtsbetrekking - vaststaat dat het primair gaat om een 'agency-relatie', waarbij het bestuur/de bestuurder valt te kwalificeren als agent van de leden/aandeelhouders, die zich als principalen van de organisatie van de rechtspersoon bedienen. De bestuurder behartigt de belangen van de principalen, welke belangen van financiële aard kunnen zijn (bij kapitaalvennootschappen of coöperaties), maar ook zeer wel kunnen liggen in de sfeer van charitas, wereldbeschouwing of bijvoorbeeld zendingswezen (bij verenigingen en stichtingen)."

Een recente echo hiervan is mede terug te vinden in Kid's bewerking van de *Groene Serie Rechtspersonen*, waar hij, in het kader van art. 2:107 lid 2 BW, noteert:[2]

"Bestuurders besturen de vennootschap. Het bestuur opereert met het door de kapitaalverschaffers ter beschikking gestelde vermogen. Het bestuur is te beschouwen als een agent van de kapitaalverschaffers. (...) Bestuurders (...) zijn tegenover de (leden van de) AV, de economisch eigenaren van de onderneming, verantwoording verschuldigd." [3]

Kid is niet wars van wat polemiek in het juridische discours.[4] In de geest daarvan plaatsen wij hierna enkele kanttekeningen (het 'iets' in de titel van deze bijdrage) bij zijn prikkelende duiding van de juridische relatie tussen de rechtspersoon en zijn bestuurder, ons daarbij beperkend tot het vennootschapsrechtelijke perspectief (dus omtrent de N.V. en de B.V.).

Voetnoten

[1] C.A. Schwarz, 'iets over bestuurderschap, verantwoording, aansprakelijkheid, decharge en kwijting van bestuurders van vennootschappen', *Dossier*, 2001, p. 49.

[2] C.A. Schwarz, *GS Rechtspersonen*, Deventer, Wolters Kluwer 2019 (actueel t/m 24 november 2019), art. 2:107 BW, aant. 5. Zie ook Schwarz 2019, art. 2:217 BW, aant. 1, waar hij schrijft: "Deze bepaling [art. 2:217 BW, BFA & AAB] is gelijkkluidend aan art. 107 en heeft dezelfde strekking. Men zie de aantekeningen over de positie van de algemene vergadering ook in relatie tot de andere organen van de vennootschap, aldaar".

[3] De belangstelling van Kid voor de principaal/agent-theorie blijkt ook uit andere geschriften van zijn hand. Zo refereert hij in zowel zijn Maastrichtse als zijn Rotterdamse oratie aan deze theorie. Zie noot 1 hiervoor en C.A. Schwarz, *De impact van het vennootschappelijk belang: machtsverhoudingen, verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid*, oratie EUR, Den Haag, BJu, 2018, p. 21-23 (tevens gepubliceerd als C.A. Schwarz, 'Oratie: De impact van het vennootschappelijk belang, deel 1', *TvOB*, 2018, p. 112-113).

[4] Zie bijv. zijn discussie met De Kluiver (H.J. de Kluiver, 'Reactie op C.A. Schwarz, Beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht*, 2000, p. 23 en C.A. Schwarz, 'Het rechte pad; nogmaals beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht*, 2000, p. 60) naar aanleiding van C.A.

Schwarz, 'Beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht*, 1999, p. 436, met Timmermans (R.A.F. Timmermans, 'Reactie op Schwarz, *Ondernemingsrecht* 2018/96', *Ondernemingsrecht*, 2018/134 en C.A. Schwarz, 'Naschrift bij de reactie van Timmermans', *Ondernemingsrecht*, 2018/135) naar aanleiding van C.A. Schwarz, 'Ahold Delhaize en de verlenging van de optie op beschermingsaandelen; enkele observaties', *Ondernemingsrecht*, 2018/96, en met collega's binnen de Rotterdamse rechtenfaculteit, waarover ook C.A. Schwarz, 'Het karakter van het besluit en de wettelijke regeling van aantasting van besluiten', in *Bestuursbesluiten*, Deventer, Wolters Kluwer, 2021, p. 9-10 en C.A. Schwarz e.a., 'Themanummer Bestuursbesluiten: discussie en nadere gedachten', *MvO*, 2021-9/10, p. 312.

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/11.2

11.2 Gesternte

prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma
JCDI	JCDI:ADS644496:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Rond de eeuwwisseling, kort voordat Kid het voornoemde opstel publiceerde, verscheen een bekende, op (rechts)economische analyse gebaseerde proclamatie van twee Amerikaanse hoogleraren dat het einde van de geschiedenis van het vennootschapsrecht was bereikt. Deze hoogleraren stellen dat "the shareholder-oriented model of the corporation", waarin "corporate managers should act exclusively in the economic interests of shareholders, including noncontrolling shareholders", wereldwijd heeft gezegevierd: "The triumph of the shareholder-oriented model of the corporation over its principal competitors is now assured, even if it was problematic as recently as twenty-five years ago." [1] Zij schrijven in de samenvatting onder meer:

"Since the dominant corporate ideology of shareholder primacy is unlikely to be undone, its success represents the "end of history" for corporate law. The ideology of shareholder primacy is likely to press all major jurisdictions toward similar rules of corporate law and practice. Although some differences may persist as a result of institutional or historical contingencies, the bulk of legal development worldwide will be toward a standard legal model of the corporation."

De basis voor deze theorievorming, met als beginsel dat gerichtheid op en bevordering van de (economische) belangen van de betrokken aandeelhouders de te prefereren leidraad biedt bij het doen en laten van een kapitaalvennootschap ('corporation'), is gelegd in de jaren '70 van de vorige eeuw. [2] De theorie richt zich vooral op reguliere, grote 'for-profit' vennootschappen (maar is daartoe niet beperkt, zoals ook blijkt uit het citaat uit Kids opstel in de inleiding) en een economisch efficiënt werkend vennootschapsrecht. Tot de dominante kenmerken van dit model behoren dat bestuurders^[3] ('agents') worden beschouwd als verlengstuk van de aandeelhouders ('principals'), wat impliceert dat de laatsten het als economisch eindbelanghebbenden ('residual claimants') uiteindelijk voor het zeggen moeten hebben binnen de vennootschap, dat de bestuurders in beginsel fiduciair gehouden zijn zich bij hun taakvervulling te richten naar de belangen van de aandeelhouders, in het bijzonder het bevorderen van (in beginsel lange termijn) aandeelhouderswaardemaximalisatie, en dat de natuurlijke want menselijke neiging van bestuurders om vooral eigen belangen te behartigen met name met verschillende economische prikkels, zoals de dreiging van vijandige overnames en bezoldiging van bestuurders in de vorm van aandelen(opties), waarbij aan het concept van marktwerking een belangrijke rol wordt toebedeeld, moet worden tegengegaan, opdat belangenparallie ontstaat, gericht dus op de belangen van de aandeelhouders. De vennootschap wordt in deze benadering beschouwd als "a nexus for a set of contracting relationships among individuals", [4] waarbij het in het vennootschapsrecht primair draait om de relatie tussen de vennootschap en de aandeelhouders. Ideeën die

rond de eeuwwisseling ook in Europa aan een opmars bezig waren, al werden deze niet overal even breed gedragen.^[5] Het lijkt ons geen gekke gedachte dat het voornoemde opstel van Kid, en zijn daarin tot vertrekpunt genomen duiding van de juridische relatie tussen de rechtspersoon en zijn bestuurder, geplaatst moeten worden onder het gesternte van die oprukkende, sterk door (rechts)economisch denken beïnvloede beoefening van het vennootschapsrecht.^[6] Wij verstaan die duiding, mede gezien de daarbij gehanteerde terminologie, als sterk gekleurd door een dergelijk principaal/agent-denkraam.

Voetnoten

[1] H. Hansmann & R.H. Kraakman, 'The End of History for Corporate Law', 2000, beschikbaar via ssrn.com (ook gepubliceerd als H. Hansmann & R.H. Kraakman, 'The End of History for Corporate Law', *Georgetown Law Journal*, 2001, p. 439-468). Vgl. ook de terugblik daarop in H. Hansmann & R.H. Kraakman, 'Reflections on the End of History for Corporate Law', in A. Rasheed & T. Yoshikawa (eds.), *Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, London, Palgrave-Macmillan, 2012, p. 32-48 (zij blijven in hoofdzaak bij hun eerder verkondigde opvattingen) en de verfrissend kritische beschouwing in deze bundel door Vino Timmerman van Hansmann & Kraakman 2000. Zie eerder al L. Timmerman, 'De terugkeer van de geschiedenis in het vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht*, 2001, p. 10-12; L. Timmerman, 'Het einde van de geschiedenis van het vennootschapsrecht (?)', *Ondernemingsrecht*, 2001, p. 115 en L. Timmerman, 'Gedragrecht, belangenpluralisme en vereenvoudiging van het vennootschapsrecht' (oratie Leiden), *Ondernemingsrecht*, 2005/2. Zie voor een praktijkvoorbeeld M.C.M. Brandjes & J. Vegter, 'Een Koninklijke Plc Royal Dutch Shell', *NJB*, 2006/298, p. 372 over de 'unificatie' van Shell in 2005: "Zoals vaak speelden uitsluitend juridische overwegingen zoals de keuze voor Engels of Nederlands ondernemings- en effectenrecht daarbij geen rol, beide stelsels zijn werkbaar."

[2] Daarbij wordt veelal gewezen op M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 305-360. Zie verder ook E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Agency Problems and Residual Claims', *Journal of Law & Economics*, 1983, p. 327-349 en - toegespitst op het vennootschapsrecht - F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, Harvard University Press, 1991.

[3] Daarmee wordt dan met name bedoeld op de 'directors', die samen de 'board of directors' vormen. Wij hanteren hier kortweg de term bestuurders, daarbij onderkendend dat er geen volledige gelijkenis is tussen de rechtsfiguren van enerzijds zulke 'directors' en anderzijds 'bestuurders' in de zin van Boek 2 BW.

[4] Jensen & Meckling 1976, p. 311.

[5] Zie hierover o.a. J.M. de Jongh, *Van societas naar universitas*, diss. EUR, Deventer, Kluwer, 2014 en F.G.K. Overkleeft, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen*, diss. EUR, Deventer, Wolters Kluwer, 2017. Zie overigens voor een kritische benadering vanuit de VS bijv. ook reeds V. Brudney, 'Corporate Governance, Agency Costs and the Rhetoric of Contract', *Columbia Law Review*, 1985, p. 1403-1444.

[6] Zie bijv. ook H.J. de Kluiver, 'Het vennootschapsrecht dient te worden versoepeld ... en verscherpt. Een rechtseconomisch perspectief', *TVVS*, 1994, p. 174 e.v. en - voor een "korte blik over de schouder" - H.J. de Kluiver, 'Over de verantwoordelijke onderneming. Naar een Paradise by the dashboard light?', *Ondernemingsrecht*, 2020/126, par. 2.

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/11.3

11.3 Enige relativering

prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma
JCDI	JCDI:ADS644495:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Wat betreft het Amerikaanse perspectief moet worden bedacht dat de rechtspraak, in het bijzonder het vennootschapsrecht van de Amerikaanse deelstaat Delaware inzake reguliere ‘for-profit’ vennootschappen, [1] in de afgelopen decennia niet 100% doordeesemd is geraakt van die (rechts)economische theorievorming. Zo is in die rechtspraak door de jaren heen weleens in overdrachtelijke zin verwezen naar zo’n principaal/agent-paradigma^[2] en gerept van aandeelhouders als de ‘eigenaren’ van de vennootschap, [3] maar vormen dit geen consequent terugkerende bouwstenen van de juridische analyse, ook niet in de frequent voorkomende gevallen waarin het gaat om de wijze waarop de bestuurders hun fiduciaire plichten (‘fiduciary duties’) - van in de kern: het betrachten van zorg (‘care’) en loyaliteit (‘loyalty’) - hebben vervuld. Verder valt uit die rechtspraak af te leiden dat deze bestuurders in beginsel mede fiduciair gehouden zijn zich bij hun taakvervulling te richten naar de (economische) belangen van de aandeelhouders van de vennootschap,^[4] maar staat tegelijkertijd buiten kijf dat bestuurders als uitgangspunt een grote mate van handelingsvrijheid toekomt in het kader van die taakvervulling zonder inmenging van aandeelhouders (wel met inachtneming van dat normatieve richtsnoer)^[5] en dat het bestuurders, althans onder omstandigheden, is toegelaten een beschermingsmaatregel te treffen ter afwering van een vijandige overname, waarbij mede van belang is of de maatregel in verhouding staat tot de dreiging en het te beschermen belang, in welk kader ook belangen van anderen dan aandeelhouders mogen worden betrokken (zij het dat de belangen van de aandeelhouders daarbij niet per saldo achtergesteld mogen worden, aldus dat daaraan niet ten minste een rationeel verbonden voordeel voor hen verbonden is).^[6] Dit levert dus een enigszins genuanceerd beeld op.^[7] Daarbij zij ook aangetekend dat van een noemenswaardige verandering in het voorgaande in het licht van recente ontwikkelingen, zoals de verklaring van de Business Roundtable uit 2019 over de herziene opvatting omtrent ‘corporate purpose’ (waarbij 181 CEO’s van Amerikaanse beursvennootschappen zich hebben gecommitteerd “to lead their companies for the benefit of all stakeholders - customers, employees, suppliers, communities and shareholders”),^[8] intussen nog niet veel te bemerken lijkt. Een slag anders liggen de zaken logischerwijs bij een zogenoemde ‘public benefit corporation’ (een ‘PBC’ of ‘B-Corporation’), die in Delaware sinds 2013 als aparte rechtsvorm is geregeld in de Delaware General Corporation Law en waarvoor niet geldt dat deze draait om de (economische) belangen van de aandeelhouders. Dan gaat het, kort gezegd (zie nader § 362(a)), om een:

“for-profit corporation (...) that is intended to produce a public benefit or public benefits and to operate in a responsible and sustainable manner. To that end, a public benefit corporation shall be managed in a manner that balances the stockholders’ pecuniary interests, the best interests of those materially affected by the corporation’s conduct, and the public benefit or public benefits identified in its certificate of incorporation”.

“Public benefit” betekent in dit verband (zie nader (§ 362(b)):

“a positive effect (or reduction of negative effects) on 1 or more categories of persons, entities, communities or interests (other than stockholders in their capacities as stockholders) including, but not limited to, effects of an artistic, charitable, cultural, economic, educational, environmental, literary, medical, religious, scientific or technological nature”.

Dit kleurt dan ook de “duties of directors”, waarvoor evenzeer een “shall”-bepaling geldt (zie nader § 365(a)), aansluitend op § 362(a) van de Delaware General Corporation Law.

Voetnoten

[1] Zie voor een even uitgebreide als lezenswaardige analyse van recente ontwikkelingen daarin o.a. L. Hamermesh, J.B. Jacobs & L.E. Strine, Jr., ‘Optimizing The World’s Leading Corporate Law: A 20-Year Retrospective and Look Ahead’, 2021, beschikbaar via ssrn.com.

[2] Zie bijv. *Blasius Indus, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988): “(...) a decision by the board to act for the primary purpose of preventing the effectiveness of a shareholder vote inevitably involves the question who, as between the principal and the agent, has authority with respect to a matter of internal corporate governance.” Uit o.a. *Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc.*, 678 A.2d 533 (Del. 1996) volgt dat juridisch gezien “[d]irectors, in the ordinary course of their service as directors, do not act as agents of the corporation”, nu een “agent acts under the control of the principal” en daarvan hier geen sprake is (“A board of directors, in fulfilling its fiduciary duty, controls the corporation, not vice versa”). Zie daarover bijv. S.M. Bainbridge, ‘Directors are fiduciaries but they are not agents’, 25 augustus 2015, beschikbaar via professorbainbridge.com.

[3] Zie bijv. *NACEPF v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 (Del. 2007) over de “shareholders owners” van de vennootschap en de aandeelhouders als “the ultimate beneficiaries of the corporation’s growth and increased value”, uitgaande van een niet-insolvente vennootschap. Is dit laatste anders, dan worden in beginsel haar schuldeisers economisch eindbelanghebbenden. A. Raz, ‘A Purpose-Based Theory of Corporate Law’, *Villanova Law Review*, 2020, p. 558 duidt “the “property” or “investor ownership” metaphors” als “empty vessels”. Dat artikel bevat veel verwijzingen naar lezenswaardige literatuur op dit terrein.

[4] Zie, naast de vorige noot, bijv. L.E. Strine, Jr., ‘The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law’, *Wake Forest Law Review*, 2015, p. 761 e.v., waarin Strine, tot voor kort Chief Justice van het Delaware Supreme Court, onder meer benadrukt dat “a clear-eyed look at the law of corporations in Delaware reveals that, within the limits of their discretion, directors must make stockholder welfare their sole end, and that other interests may be taken into consideration only as a means of promoting stockholder welfare.” Dit sluit bijv. ook aan op *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1 (Del. Ch. 2010), waarin de toenmalige Chancellor van de Delaware Court of Chancery (W.B. Chandler III) onder meer overweegt: “Having chosen a for-profit corporate form, the craigslist directors are bound by the fiduciary duties and standards that accompany that form. Those standards include acting to promote the value of the corporation for the benefit of its stockholders. The “Inc.” after the company name has to mean at least that. Thus, I cannot accept as valid for the purposes of implementing the Rights Plan a corporate policy that specifically, clearly, and admittedly seeks *not* to maximize the economic value of a for-profit Delaware corporation for the benefit of its stockholders - no matter whether those stockholders are individuals of modest means or a corporate titan of online commerce. (...) Directors of a for-profit Delaware corporation cannot deploy a rights plan to defend a business strategy that openly eschews stockholder wealth maximization - at least not consistently with the directors’ fiduciary duties under Delaware law” (gecursiveerd in origineel, zonder verwijzing in origineel). Het is ons niet geheel duidelijk of hetgeen H. de Wulf, ‘ESG en vennootschapsrecht: innig verbonden, maar ook duurzaam?’, in *Duurzaam ondernemen* (preadviezen van de Koninklijke Vereeniging ‘Handelsrecht’), Zutphen, Uitgeverij Paris, 2021, p. 58 opmerkt over het vennootschapsrecht van Delaware hiermee in lijn ligt. Een interessante vraag is jegens wie bestuurders van zo’n Delaware vennootschap nu precies die fiduciaire plichten hebben, alleen jegens de vennootschap of (soms) ook jegens anderen, in het bijzonder de aandeelhouders? Zie daarover bijv. A. Lipton, ‘Shareholders, Stakeholders, and Nine West’, beschikbaar via https://lawprofessors.typepad.com/business_law/2021/03/shareholders-stakeholders-and-nine-west.html (met reactie van A. Raz) naar aanleiding van *In re Nine West LBO Securities Litigation*, 2020 WL 7090277 (S.D.N.Y. 2020), welke uitspraak overigens vooral draait om het vennootschapsrecht van de Amerikaanse deelstaat Pennsylvania (al komt dat van Delaware ook aan bod, mede op het punt van tegenstrijdig belang).

[5] Zie bijv. ook Strine 2015, waar hij noteert: “Scholars sometimes confuse the means that Delaware employs in corporate law - a republican model of corporate democracy giving the board strong power to pursue its own vision of what is best for stockholders - with the debate about the ends of corporate law” (zonder verwijzingen in origineel), mede verwijzend naar S.M. Bainbridge, ‘Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance’, *Northwestern University Law Review*, 2003, p. 547 e.v.. Anders gezegd: bij dit eerste (‘means’) geldt ‘director primacy’, in welk verband een figuur als de ‘business judgment rule’ een belangrijke rol speelt (waarover recent nog De Wulf 2021, p. 55), bij dit laatste (‘ends’) geldt ‘shareholder primacy’, wat in beginsel neerkomt op aandeelhouderswaardemaximalisatie over de langere termijn (waarover ook De Wulf 2021, mede op p. 31-32, p. 45-46; zie ook de vorige noot), waarbij de in *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986) ingezette lijn een belangrijke uitzondering op de hoofdregel vormt in termen van het lange termijn/korte termijn perspectief. Dit eerste (‘director primacy’,

dus 'means') kan men zien als een bestuurdersvisie op de vennootschap, dit tweede ('shareholder primacy', dus 'ends') als een aandeelhoudersvisie op de vennootschap. Die visies kunnen naast elkaar bestaan, omdat zij op gerelateerde, maar te onderscheiden aspecten ('means' en 'ends') betrekking hebben.

[6] Zie bijv. *Unocal v. Mesa Petroleum Corp.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) in verbinding met *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), in welke uitspraak wordt benadrukt: "A board may have regard for various constituencies in discharging its responsibilities, provided there are rationally related benefits accruing to the stockholders."

[7] Zie daarover ook Timmerman 2005.

[8] Beschikbaar via businessroundtable.org. Zie voor een kritische beschouwing o.a. S.M. Bainbridge, 'Making sense of the Business Roundtable's reversal on corporate purpose', 2020, beschikbaar via ssrn.com en S.M. Bainbridge, 'More evidence that the Business Roundtable's Statement on Corporate Purpose was mere greenwashing', 18 maart 2021, beschikbaar via professorbainbridge.com. Zie verder o.a. De Wulf 2021, p. 47-49, ook over een rapport uit 2019 van de British Academy ("The future of the corporation, towards a purposeful corporation") en recente literatuur waaronder A. Edmans, *Grow the Pie. How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge, Cambridge University Press, 2020 en C. Mayer, 'The Future of the Corporation and the Economics of Purpose', 2020, beschikbaar via ssrn.com.

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/11.4

11.4 Hier te lande

prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma
JCDI	JCDI:ADS644497:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Kijken wij naar vennootschapsrechtelijke ontwikkelingen in Nederland op dit terrein sinds de laatste eeuwwisseling, dan is wat ons betreft een van de belangrijkste daarvan de steeds zichtbaarder geworden tendens in de rechtspraak om aan het centraal staande vennootschappelijk belang als juridisch concept echt zelfstandige betekenis toe te kennen, aldus dat dit - telkens afhankelijk van de feiten en omstandigheden van het geval in te vullen - belang in beginsel:

â—•niet alleen onderscheiden dient te worden van de kenbare, gerechtvaardigde belangen van betrokkenen bij de vennootschap en haar onderneming (oftewel de op die vennootschap en onderneming betrokken belangen en belanghebbenden), waaronder die van aandeelhouders, waarbij op voorhand geen harde rangorde is aangebracht in het relatieve gewicht van die te onderscheiden belangen binnen die pluraliteit, ook niet die van aandeelhouders ten opzichte van andere betrokkenen,

â—•maar ook in algemene zin centraal staat als het normatieve richtsnoer waarop in het bijzonder de bestuurders (en de commissarissen, zo die er zijn) zich, en wel bij wege van eigen verantwoordelijkheid, in de omstandigheden van het concrete geval primair dienen te richten in het kader van hun taakvervulling, daarbij zorgvuldig omgaand met de belangen van die betrokkenen; waarbij het in de regel vooral gaat om het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming en daarmee van duurzame waardecreatie in brede zin, waarvan al die betrokkenen bij de vennootschap en haar onderneming normaliter weer 'vruchten kunnen plukken'. [1]

Te wijzen valt op de *RNA*-beschikking^[2] uit 2003 van de Hoge Raad als aanzet voor die ontwikkeling, gevolgd door zijn beschikkingen inzake *ABN Amro*^[3] uit 2007, *ASM*^[4] uit 2010 en *Cancun*^[5] uit 2014, met zijn arrest inzake *Boskalis/Fugro*^[6] uit 2018 als voorlopig eindpunt.^[7] Wij kunnen uit deze rechtspraak wel afleiden dat de vennootschap er normaaltypisch uiteraard ook voor de aandeelhouders als belanghebbenden dient te zijn, bijvoorbeeld in termen van (het streven naar) een redelijk dividend, maar niet ook dat als in marmer gebeiteld uitgangspunt zou gelden, gelijk het geval is wat betreft ‘for-profit’ vennootschappen in Delaware buiten de insolventie-context en vrij naar Strine,^[8] dat bestuurders (en commissarissen) van Nederlandse N.V.’s of B.V.’s in het kader van hun taakvervulling en binnen de grenzen van hun handelingsvrijheid “must make stockholder welfare their sole end” en andere belangen in aanmerking mogen nemen “only as a means of promoting stockholder welfare”.^[9] Op dit punt komt het Nederlandse vennootschapsrecht agnostischer (en daarmee in zoverre flexibeler) voor, minder ingesnoerd door het dogma van aandeelhouderswaardemaximalisatie. Voortbordurend op de bijdrage van Timmerman aan deze bundel: (ook) wij zien bijvoorbeeld niet waarom naar Nederlands vennootschapsrecht een vennootschap op voorhand niet vrijwillig, dus zonder daartoe strekkende rechtsplicht (daar nog weer aan voorbijgaand), ernaar zou mogen streven om met zo weinig mogelijk klimaatbelasting diensten te verlenen en/of goederen te produceren ook al zou die inspanning de winstgevendheid van die vennootschap (enigszins) drukken en in zoverre het door haar aandeelhouders te behalen financiële rendement op hun investering, waarvoor het idee van belangenpluralisme (zoals dus inherent is aan het Nederlandse vennootschapsrecht) meer structurele ruimte lijkt te bieden dan, pak hem beet, het sterker aandeelhoudersgerichte vennootschapsrecht van Delaware waarover Strine schrijft, laat staan de klassieke principaal/agent-theorie (wat zeker in deze tijd, waarin het klimaatprobleem zich steeds urgenter aandient, ook vanuit het oogpunt van vigerend vennootschapsrecht relevant voorkomt). Zo iets categorisch ontoelaatbaar achten, valt volgens ons niet te rijmen met de wijze waarop het Nederlandse vennootschapsrecht al sinds geruime tijd is ingericht. Het recent door Kay geschetste beeld van de “modern role of business”, erop neerkomend dat “[t]he 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”,^[10] is bepaald opener en sluit volgens ons beter aan op die Nederlandse situatie - bij zowel open als besloten verhoudingen. Een tweede belangrijke ontwikkeling die wij willen benoemen, is de eveneens in die jaren zichtbaarder geworden tendens in de rechtspraak (zie mede de zo-even genoemde uitspraken van de Hoge Raad) om het bevoegdheidsprimaat inzake de bepaling van het beleid en de strategie van de vennootschap met betrekking tot de onderneming nadrukkelijker in beginsel - en in het bijzonder behoudens andere wettelijke of statutaire regeling - te alloceren bij het bestuur (onder toezicht van de raad van commissarissen), niet bij de algemene vergadering en daarmee, kort gezegd, de aandeelhouders.^[11] Dit sluit (dus) meer aan bij het vennootschapsrecht van Delaware, waarin immers als uitgangspunt aan bestuurders een grote mate van handelingsvrijheid toekomt in het kader van hun taakvervulling zonder inmenging van aandeelhouders, waarbij overigens te bedenken valt dat, naar althans zo’n vijftien jaar geleden werd signaleerd door De Jongh,^[12] de aandeelhouders in een Nederlandse N.V. of B.V. meer wettelijk verankerde vennootschapsrechtelijke bevoegdheden lijken te hebben dan de aandeelhouders in een Delaware vennootschap.^[13]

Voetnoten

[1] Wij wijzen naast de rechtspraak bijv. ook op de invoering in 2013 van art. 2:129/239 lid 5 BW en de ontwikkeling die de Nederlandse Corporate Governance Code op dit vlak heeft doorgemaakt sinds het begin van deze eeuw, zoals mede blijkt uit de in 2016 herziene code, in het bijzonder de daarbij gehanteerde uitgangspunten (p. 8) en Principe I daarvan over langetermijnwaardcreatie. Vgl. over dat laatste de voorzitter van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code Pauline van der Meer Mohr tijdens het Eumedion-congres van 2 november 2021, verslag beschikbaar via [eumedion.nl](https://www.eumedion.nl), waar zij kenbaar maakt dat er volgens haar in de praktijk nog wel wat terrein te winnen valt: “De realiteit blijft te veel achter bij de retoriek. De kortetermijnbelangen van sommige beleggers prevaleren in de praktijk nog te vaak boven de langetermijnbelangen van de samenleving”. De feiten en omstandigheden van het geval blijven intussen wel telkens sturend voor wat concreet het vennootschappelijk belang geacht kan worden in te houden, waarbij nog aantekening verdient dat, zeker naarmate een vennootschap minder (ondernemings)activiteiten ontplooit en minder betrokken belanghebbenden kent naast de (enig) aandeelhouder(s), het vennootschappelijk belang dichter zal gaan aanliggen tegen, zo niet zal gaan samenvallen met, het belang van die aandeelhouder(s) (hetgeen vooral in besloten verhoudingen zal spelen).

[2] HR 18 april 2003, *NJ* 2003/286, rov. 3.7.

[3] HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, rov. 4.3-4.6, waarover ook noot 28 hierna.

[4] HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, rov. 4.4.1-4.3.

[5] Het gaat hier om vier parallelle beschikkingen, die niet geheel gelijklopend zijn. Zie o.a. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, rov. 4.3.

[6] HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, rov. 3.3.6, mede voortbouwend op HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, rov. 4.3-4.4; HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, rov. 4.4.1 en HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, rov. 4.3.

[7] Kijken we terug in de tijd voorbij 2003, dan is, los van enkele verspreide uitspraken bijv. op het terrein van art. 2:7 BW (zie o.a. HR 20 september 1996, *NJ* 1997/149, rov. 3.4), de voorloper van deze tendens in wezen HR 1 april 1949, *NJ* 1949/465.

[8] Zie noot 15 hiervoor.

[9] Dat geldt, blijkens HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, rov. 4.6, ook in een situatie waarin op de aandelen van een (beurs)vennootschap een openbaar bod is gedaan of is te verwachten, nu deze omstandigheid “niet zonder meer meebrengt dat het bestuur en de raad van commissarissen - totdat openbaarmaking van het resultaat van de gestanddoening van het bod heeft plaatsgevonden of het bod is vervallen - alleen het belang van de aandeelhouders moeten bewaken en laten prevaleren of zich dienen te onthouden van besluiten die van invloed kunnen zijn op het al dan niet aanvaarden van dit bod door de aandeelhouders” (te lezen in het licht ook van rov. 4.5, waar de Hoge Raad erop wijst “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 en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen”).

[10] J. Kay, ‘RIP PLC: the rise of the ghost corporation’, beschikbaar via www.prospectmagazine.co.uk/magazine/plc-corporation-private-equity-companies. Hij schrijft verder onder meer: “The modern organisation is defined by its capabilities, not its “owners” - because in what sense could anyone “own” these things? These capabilities are the collective intelligence of teams within these organisations: problem-solving abilities founded on accumulated knowledge and experience - some codified, some tacit - and embedded in the social relationships that, taken as a whole, define the corporation.”

[11] Zie ook HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, rov. 3.3.6, met terugverwijzingen naar eerdere rechtspraak (zie noot 25 hiervoor), waaronder HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, rov. 4.3. Wij lezen in die rechtspraak - waarin het draaide om zowel vennootschappen met open verhoudingen, in het bijzonder beursvennootschappen (zie bijv. noot 23 hiervoor), als vennootschappen met besloten verhoudingen (zie bijv. noot 24 hiervoor) - niet dat deze door de Hoge Raad uitgestippelde lijn alleen opgaat buiten het kader van vennootschappen met besloten verhoudingen, in het bijzonder bij beursvennootschappen.

[12] Zie J.M. de Jongh, ‘Gij zult splitsen! Instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen’, *Ondernemingsrecht*, 2007/11, par. 3.5. Het gaat hier natuurlijk niet om een statisch gegeven, de situatie ter zake in 2007 was anders dan deze eind 2021, begin 2022 is. Het komt ons evenwel voor (al hebben wij hiernaar geen diepgaande studie verricht) dat wat De Jongh destijds hierover opmerkte, vijftien jaar later niet van iedere betekenis is ontbloot.

[13] Een samenstel van bestuurdersvisie en aandeelhoudersvisie op de vennootschap zoals wij die wat betreft het vennootschapsrecht van Delaware signaleerden in noot 16 hiervoor, tekent zich in het Nederlandse vennootschapsrecht volgens ons dus niet af als normaaltype. Het verschil zit in onze optiek minder in de ‘means’, al moet zo’n verschil in wettelijk verankerde vennootschapsrechtelijke bevoegdheden daarbij niet uit het oog worden verloren, en meer in de ‘ends’, omdat voor bestuurders (en commissarissen) van Nederlandse N.V.’s of B.V.’s dus niet als uitgangspunt geldt dat zij in het kader van hun taakvervulling en binnen de grenzen van hun handelingsvrijheid “must make stockholder welfare their sole end” en andere

belangen in aanmerking mogen nemen “only as a means of promoting stockholder welfare”. Een bij wege van vertrekpunt te hanteren bestuurdersvisie op de vennootschap (de ‘means’), die zich laat ‘verwateren’ naarmate aandeelhouders bijv. via statutaire regelingen als bedoeld in art. 2:129/239 BW het aan het bestuur toekomende domein verkleinen (waardoor er daar meer een gedeelde bestuurders- en aandeelhoudersvisie op de vennootschap ontstaat), valt dan te plaatsen naast een bij wege van uitgangspunt te hanteren belanghebbendensvisie op de vennootschap (de ‘ends’), waarbij het naast het (centraal staande) vennootschappelijk belang gaat om de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming betrokken zijn waaronder die van de aandeelhouders, zonder een op voorhand gegeven in beginsel-rangschikking binnen die laatste groep van belangen en betrokkenen.

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/11.5

11.5 Principaal/agent-theorie overboord?

prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma
JCDI	JCDI:ADS644432:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Mede gelet op het voorgaande, is volgens ons ook naar geldend Nederlands vennootschapsrecht niet goed vol te houden dat vaststaat dat bij de juridische relatie tussen de bestuurder en de vennootschap primair sprake is van een ‘agency-relatie’, waarbij het bestuur/de bestuurder valt te kwalificeren als agent van de aandeelhouders (als kapitaalverschaffers, als de economisch eigenaren van de onderneming), die zich als principalen van de organisatie van de vennootschap bedienen en wier belangen de bestuurder behartigt. Een reële basis daarvoor zien wij niet, ook niet in besloten verhoudingen (strokend ook met het gegeven dat de principaal/agent-theorie (ook) in het Nederlandse vennootschapsrecht tot op heden niet als richtinggevend of zelfs leidend is omarmd, zoals de bijdrage van Timmerman aan deze bundel illustreert). In zoverre verschillen wij dus van mening met Kid, aangenomen dat hij zijn in 2001 betrokken stelling - waarmee wij deze bijdrage begonnen - nog steeds huldigt, wat in ieder geval, gelet ook op Kids bewerking van de *Groene Serie Rechtspersonen* uit 2019, betrekkelijk recent nog het geval lijkt te zijn.^[1] In onze optiek zou naar geldend Nederlands vennootschapsrecht een bestuurder in principaal/agent-termen in beginsel hoogstens kunnen worden aangemerkt als ‘agent’ van de *vennootschap*, wier voorop staande belang de bestuurder behartigt bij zijn taakvervulling (daarbij zorgvuldig omgaand met de op die vennootschap en haar onderneming betrokken belangen) en waarbij dus niet de aandeelhouders, maar de vennootschap (en de met haar verbonden onderneming) kwalificeert als principaal.^{[2][3]} Jensen & Meckling zouden vermoedelijk moeite hebben met deze formulering en de wijze waarop dat vennootschappelijk belang is uitgelegd in onder meer de *Cancun*-beschikkingen van de Hoge Raad, waarop wij hiervoor wezen:^[4]

“The personalization of the firm implied by asking questions such as “what should be the objective function of the firm”, or “does the firm have a social responsibility” is seriously misleading. *The firm is not an individual*. It is a legal fiction which serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals (some of whom may “represent” other organizations) are brought into equilibrium within a framework of contractual relations. In this sense the “behavior” of the firm is like the behavior of a market; i.e., the outcome of a complex equilibrium process.”

In de systematiek van het Nederlandse vennootschapsrecht is het niet aan de markt, maar in de eerste plaats aan het bestuur (en, zo die er is, de raad van commissarissen) van de vennootschap om, kort gezegd, een evenwicht in dit complexe (belangen)afwegingsproces te vinden. Overigens heeft Kid zich niet onbetuigd gelaten wat betreft deze beschikkingen van de Hoge Raad, die wel op enige kritiek van zijn kant kunnen

rekenen.^[5] Wij laten dit hier verder rusten, maar benadrukken dat met het voorgaande intussen niet gezegd is dat wat ons betreft de principaal/agent-theorie voor het Nederlandse vennootschapsrecht geheel zonder betekenis is, oftewel 'overboord' kan worden gekieperd. Dat zou wel erg drastisch zijn. Als rekening wordt gehouden met de beperkingen van deze theorie, en die zijn er, biedt deze hier te lande nog steeds een - vrij naar De Wulf^[6] - nuttig maar niet exclusief analyse-instrument waarvan (ook) wij de meerwaarde wel zien, waarbij het dus niet nodig is die theorie integraal als leidend te omarmen.^[7] Wij geven een voorbeeld. Het wettelijk verankerde richtsnoer voor bestuurders bij hun taakvervulling (zoals dat is ingevuld in onder meer de *Cancun*-beschikkingen van de Hoge Raad) en het in beginsel-bevoegdheidsprimaat inzake de bepaling van de strategie en beleid van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, waarover hiervoor, geven, als uitgangspunt, een grote mate van handelingsvrijheid aan het bestuur.^[8] Dat bestuurders van Nederlandse (beurs)vennootschappen heel verschillend met die handelingsvrijheid omgaan, blijkt treffend uit een uitzending van 23 maart 2021 van het tv-programma *De Achterkant van het Gelijk*.^[9] De principaal/agent-theorie onderstreept onder meer dat bestuurders met die handelingsvrijheid in concrete gevallen niet alleen (op waarde creërende wijze) het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming kunnen dienen, maar ook, en niet zelden op een daarmee strijdige, voor de vennootschap schadelijke wijze, hun eigen belangen of die van een gelieerde partij, met welke structurele problematiek van (potentieel) botsende belangen ook door het recht op zorgvuldige wijze omgegaan moet worden, mede via mechanismen die het gedrag van bestuurders normeren.^[10] Dit nogal fundamentele gezichtspunt verklaart onder meer bepalingen als art. 2:129/239 lid 6 BW, art. 2:167-170 BW en principe 2.7 van de Corporate Governance Code 2016 alsmede bestendige enquêterechtelijke rechtspraak van de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam op het terrein van bestuurlijke belangenconflicten, en consequente onderkenning daarvan - en over die band in zoverre ook een kernaspect van de principaal/agent-theorie - past bij een evenwichtige beoefening van een meerzijdig, veelkantig vennootschapsrecht als het Nederlandse. Dit impliceert wat ons betreft overigens niet dat die handelingsvrijheid noodzakelijkerwijs nader wettelijk ingekaderd zou moeten worden door aan de wettelijke bestuursopdracht in art. 2:129/239 lid 5 BW^[11] toe te voegen dat de bestuurders 'daarbij zorgen dat de vennootschap deelneemt aan het maatschappelijk verkeer als een verantwoordelijke vennootschap', of woorden van een gelijke strekking. Dat is een andere discussie. In de principaal/agent-theorie kan hiervoor in elk geval geen (algehele) rechtvaardiging worden gevonden, daarvoor is een breder theoretisch perspectief vereist.^[12]

Voetnoten

[1] Zie noot 3 hiervoor.

[2] Zie in dit verband bijv. ook art. 2:9 lid 1 BW, waaruit volgt dat iedere bestuurders jegens de vennootschap gehouden is zijn taak behoorlijk te vervullen, en art. 2:129/239 lid 5 BW, waaruit volgt dat bij de vervulling van hun taak de bestuurders zich richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

[3] Wij zeggen hiermee niet bij de beoefening van het Nederlandse vennootschapsrecht wat betreft de relatie tussen de bestuurder en de vennootschap de voorkeur te geven aan het hanteren van zulke, aan de principaal/agent-theorie ontleende termen, gelet ook op het navolgende.

[4] Jensen & Meckling 1976, p. 311.

[5] Zie o.a. Schwarz 2018, p. 65-68 (tevens gepubliceerd in C.A. Schwarz, 'Oratie: De impact van het vennootschappelijk belang, deel 2', *TvOB*, 2018, p. 144-145). Kritisch lijkt ook De Wulf 2021, p. 56-59, waar hij onder meer, wijzend ook op s. 172 van de Britse Companies Act 2006, "een brede invulling van het vennootschapsbelang of uitbreiding van de *duties* van bestuurders" aanmerkt als "eerder woordenkramerij" die "geen zoden aan de dijk zet", en rept van "de heilloze weg van het vennootschapsbelang of 'stakeholderism' om meer aandacht voor andere stakeholders dan aandeelhouders af te dwingen". Wij zijn minder sceptisch over het belang van zulke stappen, waarvan bijv. ook HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286 blijkt geeft, waarbij we juist ook in positieve zin betrekken dat, in de woorden van De Wulf 2021, p. 59, "de erkenning van de reeds gevestigde opvattingen in wetgeving en rechtspraak de bestaande cultuur [versterkt (en legitimeert voor de toekomst)]", onderkennen dat het ter zake niet alleen om zulke stappen draait (een

verwant, maar te onderscheiden thema betreft bijv. (een herschikking van) de bevoegdhedenverdeling binnen de vennootschap, waarover o.a. S.B. Garcia Nelen, *De beursvennootschap, corporate governance en strategie*. diss. EUR, Deventer, Wolters Kluwer, 2020), en noot 20 hiervoor niet uit het oog verliezen.

[6] De Wulf 2021, p. 33. Hij schrijft op die pagina onder meer ook dat “de ‘oorspronkelijke’ agency theory terecht alle stakeholders als agents van elkaar zag, namelijk partijen die samenwerkten met een gemeenschappelijk doel maar in conflict komen door divergerende risicopreferenties.” Zie verder bijv. A.A. Singer, *The Form of the Firm. A Normative Political Theory of the Corporation*, Oxford, Oxford University Press, 2019, p. 111: “I have attempted to present the Chicago school as an impressive theoretical approach, which helps shed light on the important place that efficiency has to play in our understanding of the corporation, as well as important contractual elements that are easy to overlook. Instead of dismissing the theory as a cynical attempt to ennoble the position of capital and to rationalize the exploitation of labor, the aim has been to understand its own terms and appreciate its various strengths.”

[7] Wij noemen in dit verband ook L. Timmerman, ‘Verbindend vennootschapsrecht, variatie op een thema’, in *Verbindend recht* (Haak-bundel), Deventer, Kluwer, 2012, p. 516, waar hij schrijft over ‘verbindend vennootschapsrecht’, wat neerkomt op een streven naar het vinden van een zeker evenwicht tussen uiteenlopende benaderingen, concepties en ideeën, het zoeken naar een verband tussen die uiteenlopende visies, welke aanpak getuigt van een rijp, vérontwikkeld vennootschapsrecht. Zie eerder al o.a. Timmerman 2005 en recent zijn bijdrage aan deze bundel. In breder verband, buiten het terrein van het vennootschapsrecht, kan hier ook gewezen worden op een tendens naar ‘vermaatschappelijking’ van het privaatrecht, waarover recent bijv. K.J.O. Jansen in zijn op 14 januari jl. aan de EUR uitgesproken oratie met de titel ‘Stoomwals en wegbereider. Hoe Europa ons aansprakelijkheidsrecht beïnvloedt.’

[8] Zie hierover ook L. Timmerman, ‘De toekomst van corporate governance’, in *Corporate governance en de rol van het vennootschappelijk belang* (Van der Heijden-congres 2019), Deventer, Wolters Kluwer, 2020, p. 166-167 en verder o.a. De Wulf 2021, p. 54-55. M.C. Jensen, *A Theory of the Firm*, Harvard, Harvard University Press, 2003, p. 1 schrijft: “Proponents of stakeholder theory offer no explanation of how conflicts between stakeholders are to be resolved. This leaves managers with no principle on which to base decisions, making them accountable to no one but their own preferences - ironically, the very opposite result from which stakeholders theorists hope to achieve.” Naar Nederlands vennootschapsrecht valt onder meer erop te wijzen dat er ter zake, met genoemd wettelijk verankerde richtsnoer voor bestuurders bij hun taakvervulling (zoals dat is ingevuld in onder meer de *Cancun*-beschikkingen van de Hoge Raad), geen sprake is van totale normledigheid, waarbij komt dat het bestuur verantwoording heeft af te leggen van zijn beleid aan in ieder geval de algemene vergadering, waarover o.a. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, rov. 4.3, HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, rov. 4.4.1 en HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, rov. 3.3.6.

[9] De desbetreffende uitzending is te bekijken via de volgende link: www.npostart.nl/de-achterkant-van-het-gelijk/23-03-2021/BV_101404864.

[10] Zie hierover kernachtig J. Armour e.a., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, Oxford University Press, 2017, p. 29 e.v.

[11] Zie het - wel mede door Kid, niet ook door (een van) ons, ondertekende - pleidooi hiertoe van J.W. Winter e.a., ‘Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoordelijke deelname aan het maatschappelijk verkeer’, *Ondernemingsrecht*, 2020/86, dat overigens ook betrekking heeft op commissarissen van N.V.’s en B.V.’s (art. 2:140/250 lid 2 BW).

[12] Of een afdoende grond voor zo’n toevoeging eigenlijk wel voorhanden is, ook gezien naar geldend Nederlands vennootschapsrecht, blijft onderwerp van discussie. Zie hierover, in reactie op Winter e.a. 2020, o.a. De Kluiver 2020. Vgl. vanuit zo’n breder perspectief - in “het tijdperk van de politieke onderneming” - L. Timmerman, ‘Uitdagingen voor het ondernemingsrecht; op weg naar een echt ondernemingsrecht?’ (niet-uitgesproken oratie EUR), *MvO*, 2021, par. 7. Iets anders is of het Nederlandse vennootschapsrecht een open karakter dient te hebben, waarmee het openstaat ook voor maatschappelijke ontwikkelingen. Wij menen met Timmerman in zijn bijdrage aan deze bundel dat het antwoord daarop eenvoudigweg bevestigend moet luiden.

11.6 Nog even over aandeelhouders

prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma
JCDI	JCDI:ADS644213:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Van de bestuurders van een vennootschap wenden wij nog kort de steven naar de aandeelhouders van een vennootschap. Kid wees er ruim dertig jaar geleden reeds op dat “[a] vele decennia wordt geklaagd over het gebrek aan vennootschappelijke betrokkenheid” van aandeelhouders in (beurs)vennootschappen. ^[1] Die kritiek lijkt heden ten dage goeddeels verstomd.^[2] In termen van de principaal/agent-theorie vervullen aandeelhouders in de praktijk, ook bij de grote, beursgenoteerde vennootschappen, in die hoedanigheid meer dan decennia geleden hun ‘monitoring’-rol, gericht ook op het beteugelen van, wat (rechts)economen wel plegen te noemen, negatieve externaliteiten. Ook wet- en regelgeving rond (beurs)vennootschappen speelt bij deze ontwikkeling een rol, zoals wordt geïllustreerd door het wettelijk voorgeschreven betrokkenheidsbeleid voor institutionele beleggers, die minimaal eenmaal per jaar onder meer moeten berichten over maatschappelijke en ecologische effecten van de vennootschappen waarin zij beleggen (art. 5:87c Wft), en door de in best practice bepalingen 4.3.5 en 4.3.6 van de Corporate Governance Code 2016 geregelde publicatieverplichtingen voor institutionele beleggers (daar geduid als “pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen, vermogensbeheerders”) omtrent (de uitvoering van) hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die zij houden in beursvennootschappen. Verschillende typen ‘activistische’ aandeelhouders kunnen daarbij inmiddels worden onderscheiden, ruimer dan de kring van institutionele beleggers, bijvoorbeeld ook insluitend een hedgefonds als TCI^[3] en een financiële actiegroep als Follow This.^[4] Vanuit de principaal/agent-theorie valt dit soort aandeelhoudersactivisme, gericht op het beteugelen van negatieve externaliteiten, zoals (tegenwoordig ook) klimaatverandering, in beginsel niet goed, althans dekkend, te verklaren. Aan die theorie ligt immers mede de veronderstelling ten grondslag dat zulke negatieve externaliteiten primair, zo niet uitsluitend, worden voorkomen althans tegengegaan door buiten het domein van de vennootschap en wet- en regelgeving rond (beurs)vennootschappen (waaronder het vennootschapsrecht) gelegen overheidsregulering en -ingrijpen, en dat aandeelhouders normaliter opereren vanuit een streven naar aandeelhouderswaardemaximalisatie.^[5] Hiervoor is dus tevens een breder theoretisch perspectief vereist dan het klassieke principaal/agent-paradigma.^[6] Bij het duiden van ontwikkelingen als, kort gezegd, ‘say on climate’ kan de principaal/agent-theorie ook nog steeds een rol spelen, in termen van analyse-instrument, bijvoorbeeld waar zulk aandeelhoudersactivisme eigenlijk toch gedreven wordt door een onversneden streven naar aandeelhouderswaardemaximalisatie, dus in essentie vanuit het perspectief van de betrokken aandeelhouder een van de aan te wenden middelen is voor het bereiken van dat ‘ultieme’ doel. ^[7] Wij wijzen in dit verband op nog iets anders. Deze vorm van aandeelhoudersbetrokkenheid kent vele oorzaken, maar kan volgens ons niet geheel los worden gezien van een andere tendens, te weten de toegenomen concentratie van het aandelenbezit in de afgelopen jaren.^[8] Een sterker geconcentreerd aandelenbezit kan weliswaar bijdragen aan het mitigeren van het ene principaal/agent-probleem, door betere monitoring van het bestuur, maar kan tevens aanleiding geven tot andere principaal/agent-problemen,^[9] zoals benadeling van minderheidsaandeelhouders via, wat wel is gaan heten, ‘extraction of private benefits’ door een ‘blockholder’. ^[10] Zo’n zonnige ontwikkeling kent dus ook schaduwzijden. Het Nederlandse vennootschapsrecht wordt naar onze indruk in steeds sterkere mate geconfronteerd met transacties tussen de vennootschap en haar controlerende aandeelhouder en mogelijke benadeling van de vennootschap en haar minderheidsaandeelhouder(s) dientengevolge.^[11] Deze schaduwzijde neemt dus in belang toe. Het op passende wijze beteugelen van dit type principaal/agent-probleem zal in verband met de toegenomen concentratie van het aandelenbezit naar verwachting aan belang winnen in het Nederlandse vennootschapsrecht.^[12]

Voetnoten

- [1] Schwarz 1990, p. 3, met verwijzingen. Zie naast die verwijzingen bijv. ook P. Sanders, 'Verantwoording van het bestuur in de publieke naamloze vennootschap', in *Rechtskundige opstellen* (Cleveringa-bundel), Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1952, p. 329-362.
- [2] Vgl. echter H.M. Vletter-van Dort, 'De aandeelhouder als hoeksteen van de beursvennootschap?', *Ondernemingsrecht*, 2018/45.
- [3] Zie over het initiatief van TCI voor 'say on climate' (sayonclimate.org) bijv. J.M. de Jongh, 'Say on climate. Over negatieve externe effecten en verdeling van bevoegdheden', *Ondernemingsrecht*, 2021/110.
- [4] Zie over de activiteiten van Follow This bij Shell bijv. O. Oost, 'Verantwoordelijke vennootschappen en anderszins activistische aandeelhouders', *AA*, 2019, p. 38-42.
- [5] Zie hierover bijv. ook De Jongh 2021, mede onder verwijzing naar M.C. Jensen, 'Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function', *Journal of Applied Corporate Finance*, 2010, p. 32-42.
- [6] Althans een herdefiniëring van de principaal/agent-theorie zodanig dat de problematiek van dergelijke negatieve externaliteiten wordt 'geïnternaliseerd', aldus daarin naar binnen wordt gehaald. Zie voor een tentatief voorstel in die richting B. Sjøfjell, 'Redefining Agency Theory to Internalize Environmental Product Externalities. A Tentative Proposal Based on Life-Cycle Thinking', 2017, beschikbaar via ssrn.com.
- [7] Zie bijv. *NRC* 2 november 2021 "Activistische aandeelhouders halen het klimaat erbij - vooral voor zichzelf" en *NRC* 18 januari 2022 "Beleggingsreus BlackRock: Beste topman, kijk verder dan de aandelenkoersen". Zie over BlackRock en de andere "big three" vermogensbeheerders (Vanguard en State Street) vanuit een principaal/agent-perspectief ook A. Christie, 'The Agency Costs of Sustainable Capitalism', *UC Davis Law Review*, 2021, p. 876, voortbouwend op het werk van R.J. Gilson & J.N. Gordon, 'The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights', *Columbia Law Review*, 2013, p. 863-927.
- [8] Zie voor gegevens per eind 2017 over de concentratie van het aandelenbezit van 84 (uit een totaal van 103) Nederlandse beursvennootschappen in vergelijking met vennootschappen uit andere landen de interessante OECD-studie van A. de la Cruz e.a., *Owners of the World's Listed Companies*, OECD, 2019, beschikbaar via oecd.org, p. 17-19. De concentratie van het aandelenbezit van Nederlandse beursvennootschappen ligt hoger dan bij Amerikaanse en Britse beursvennootschappen. De onderzoekers concluderen echter ook (p. 18): "while the degree of ownership concentration at the company level still differs between markets and companies, no jurisdiction systemically features the kind of atomistic dispersed ownership structure that still influences much of the corporate governance debate." Gelet op het in het OECD-onderzoek genoemde totale aantal Nederlandse beursvennootschappen van 103 (p. 8), lijken beursvennootschappen met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen (uitsluitend) op een effectenbeurs buiten Nederland worden verhandeld niet te zijn opgenomen in dit onderzoek. Daarmee zou sprake kunnen zijn van een onderschatting van de concentratie van het aandelenbezit van de totale populatie Nederlandse beursvennootschappen. Vgl. Eumedion, *Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met een controlerend aandeelhouder*, 2016, beschikbaar via eumedion.nl, p. 3-4, waarin deze Nederlandse beursvennootschappen "in den vreemde", die gekenmerkt worden door een relatief sterk geconcentreerd aandelenbezit, wel in de per 27 juni 2016 gerapporteerde gegevens over concentratie van het aandelenbezit zijn betrokken.
- [9] Zie ook noot 51 hiervoor.
- [10] Zie bijv. A. Edmans, 'Blockholders and Corporate Governance', *Annual Review of Financial Economics*, 2014, p. 23-50. Zie ook het toegankelijk geschreven werk Edmans 2020.

[11] Zie voor recente voorbeelden uit de rechtspraak bij een beursvennootschap (een N.V.) HR 19 juli 2019, *NJ* 2019/335 en bij een niet-beursvennootschap (een B.V.) HR 6 november 2020, *NJ* 2020/418.

[12] Zie bijv. ook *FD* 26 oktober 2021 “Door grootaandeelhouders veel macht te geven, haal je ook excessen binnen”.

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/11.7

11.7 Slotakkoord

prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. B.F. Assink, mr. drs. A.A. Bootsma
JCDI	JCDI:ADS644337:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Wij komen tot een afronding en keren daarmee ook weer terug naar het begin. Uit het voorgaande blijkt dat wij ook naar geldend Nederlands vennootschapsrecht de stelling van Kid waarmee wij deze bijdrage begonnen, erop neerkomend dat vaststaat dat bij de juridische relatie tussen de bestuurder en de vennootschap primair sprake is van een ‘agency-relatie’, waarbij het bestuur/de bestuurder valt te kwalificeren als agent van de aandeelhouders (als kapitaalverschaffers, als de economisch eigenaren van de onderneming), die zich als principalen van de organisatie van de vennootschap bedienen en wier belangen de bestuurder behartigt, niet onverkort kunnen onderschrijven. Wij zien daarvoor geen reële basis, ook niet in besloten verhoudingen (strokend ook met het gegeven dat de principaal/agent-theorie (ook) in het Nederlandse vennootschapsrecht tot op heden niet als richtinggevend is omarmd). Dit neemt evenwel niet weg dat die theorie, waarop Kid daar naar wij begrijpen doelt, als een van de beschikbare analyse-instrumenten een mogelijk relevant referentiepunt is en vermoedelijk ook zal blijven voor het duiden van (ontwikkelingen in) het vennootschapsrecht, zoals in deze bijdrage aangestipt. Sommige van die ontwikkelingen laten zich goed (mede) verklaren en plaatsen als deze (ook) worden gezien door de lens van de principaal/agent-theorie, andere minder door een oriëntatie vanuit die theorie. Om laatstgenoemde ontwikkelingen in het vennootschapsrecht goed te kunnen duiden, is een ander, althans breder theoretisch perspectief geboden, wat geen zeldzaamheid zal zijn.^[1] Hier ligt een belangrijke uitdaging voor beoefenaren van het vennootschapsrecht, waarover uiteraard nog veel meer valt te zeggen dan het bestek van deze bijdrage ons toestaat. Dat zullen we dus voor een andere gelegenheid moeten bewaren, waarbij we uitzien naar een nadere gedachtewisseling (ook) hierover met Kid als emeritus, die zich - Kid kennende - ongetwijfeld zal voordoen.

Voetnoten

[1] Zie bijv. ook Timmerman 2005, par. 2.e: “Vennootschapsrecht is een veelzijdig en meerzinnig verschijnsel waarop uiteenlopende krachten inwerken. Voor mij betekent dat dat het vennootschapsrecht eclectisch beoefend dient te worden waarbij er voor uiteenlopende denkwijzen ruimte is.”