

# Extra bescherming van Nederlandse beursondernemingen: noodzaak of hypocrisie?



Verslag van het Eumedion-symposium 2017

## 1. Inleiding

Op 15 november 2017 vond in Utrecht het Eumedion-symposium plaats.<sup>1</sup> Het symposium droeg de titel: *Extra bescherming van Nederlandse beursondernemingen: noodzaak of hypocrisie?* Dat is een zeer actueel thema. Ik verwijs bijvoorbeeld naar de overnameperikelen rond AkzoNobel.<sup>2</sup> De discussie over beschermingsconstructies is weer opgeblaasd. In het kader van deze discussie is een voorstel voor een wettelijke bedenktijd gedaan.<sup>3</sup> Het kabinet-Rutte III is voornemens een bedenktijd van 250 dagen mogelijk te maken, waarbij de belaagde vennootschap de mogelijkheid heeft om van deze bedenktijd gebruik te maken of een beschermingsconstructie in te roepen.<sup>4</sup> Deze onderwerpen stonden tijdens het symposium centraal.

Dagvoorzitter en journalist *Martine Wolzak* van het *FD* leidde het symposium. *Rients Abma*, directeur van Eumedion opende de dag en leidde het thema in. Graag verwijs ik naar het redactioneel van Abma in dit themanummer van *TvOB*. Sprekers met verschillende achtergronden belichtten de onderwerpen telkens vanuit een andere invalshoek en gaven hun mening.

In deze bijdrage doe ik verslag van het symposium. Een aantal sprekers heeft de mondelinge voordracht schriftelijk uitgewerkt of naar aanleiding van hun voordracht een bijdrage aan dit themanummer van *TvOB* geleverd.

## 2. Zijn Nederlandse beursvennootschappen en hun aandeelhouders gericht op de korte termijn?

Deze vraag staat centraal in het onderzoek *Focusing on the Short or Long Term? The Causes and Consequences of the Time Horizon of Management of Dutch Listed*

\* **Mr. dr. R.A. (Rogier) Wolf** is advocaat bij UdinkSchepel Advocaten in Den Haag, universitair docent Ondernemingsrecht aan de Universiteit Leiden en aan Maastricht University (ICGI) en redacteur van dit tijdschrift.

1. Zie ook het persbericht van 4 september 2017 van Eumedion: [www.eumedion.nl/nl/nieuws/-bedenktijd-kost-40-miljard-euro-aanmarktwaarde-](http://www.eumedion.nl/nl/nieuws/-bedenktijd-kost-40-miljard-euro-aanmarktwaarde-) (laatst geraadpleegd op 4 december 2017).
2. Zie hierover onder meer: Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten, *JIN* 2017/116, m.nt. R.A. Wolf (*Elliott c.s./AkzoNobel*). Zie over deze beschikking: F.M. Peters & F. Eikelboom, 'De strijd over het agenderingsrecht tussen Elliott en Akzo', *WPNR* 2017/7156, p. 496-503; F.G.K. Overkleef, 'AkzoNobel, PPG en de Ondernemingskamer', *MvO* 2017, afl. 5/6, p. 137; M.J.G.C. Raaijmakers, 'AkzoNobel. Bestuursautonomie in de beurs-NV: behoud stand alone strategie en afwijzing overnamevoorstel', *AA* 2017, p. 713-722; en R.A. Wolf, 'Overnameperikelen: Elliott International L.P. c.s., AkzoNobel en PPG Industries. Een analyse', *TvOB* 2017, afl. 5, p. 164-178. Zie ook V.zr. Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845, *JOR* 2017/260, m.nt. R.G.J. Nowak. En tot slot: F. Eikelboom, 'Wat onder de oppervlakte bleef in de rechtspraak rond AkzoNobel', *MvO* 2017, afl. 10; F.G.K. Overkleef, 'Reactie: convocatierecht en agenderingsrecht – een rechtspolitieke wens als vader van Eikelbooms gedachten', *MvO* 2017, afl. 10; en F. Eikelboom, 'Naschrift naar aanleiding van: "Reactie: convocatierecht en agenderingsrecht – een rechtspolitieke wens als vader van Eikelbooms gedachten"', *MvO* 2017, afl. 10.
3. Daartoe deed Jan Hommen in het *FD* van 28 maart 2017 het voorstel. Zie bijvoorbeeld ook de opinie van de Vereniging Effecten Uitgevend Ondernemingen (VEUO) in het *FD* van 12 mei 2017. Dat was tevens het startschot van een felle discussie in onder meer het *FD*, waarbij de voor- en tegenstanders van een dergelijke wettelijke bedenktijd over elkaar heen buitelden. Zie voor een overzicht van voor- en tegenstanders: M. Josephus Jitta, 'Een "nieuwe" rol voor de Ondernemingskamer?', *Ondernemingsrecht* 2017/62.
4. Zie p. 34 van het Regeerakkoord Rutte III 'Vertrouwen in de toekomst': 'We nemen maatregelen voor de verschuiving van invloed van bepaalde activistische aandeelhouders die vooral gericht zijn op de korte termijn naar aandeelhouders en andere stakeholders die belang hebben bij waardecreatie op de lange termijn: – Een beursgenoteerde onderneming die op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging kan een bedenktijd van maximaal 250 dagen inroepen, mits deze het kapitaalverkeer niet vaakt. In deze periode dient verantwoording te worden afgelegd aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid en dienen alle stakeholders die betrokken zijn bij de onderneming, geraadpleegd te worden. Deze maatregel kan niet worden ingezet in combinatie met beschermingsconstructies van bedrijven zelf, zoals de uitgifte van preferente aandelen of prioriteitsaandelen.'

*Companies*<sup>5</sup> van Niels Hermes,<sup>6</sup> Reggy Hooghiemstra<sup>7</sup> en Kees van Veen,<sup>8</sup> verbonden aan het institute for Governance and Organizational Responsibility (*iGOR*) van de Universiteit Groningen. Het onderzoek is uitgevoerd in opdracht van Eumedion.<sup>9</sup>

Uit het onderzoek blijkt dat bestuurders van Nederlandse beursvennootschappen meer dan hun Amerikaanse collega's aandacht hebben voor de langetermijnconsequenties van hun strategie en beleid. De oriëntatie op de lange termijn is de afgelopen tien jaar enigszins sterker geworden. De overwegend langetermijnhorizon van de aandeelhouders van Nederlandse beursondernemingen en de langere termijnorientatie van het beloningsbeleid van het bestuur via de opname van langetermijnprestatiecriteria zijn hiervoor een verklaring. Wel zijn er grote verschillen tussen sectoren. De langetermijnorientatie is het sterkst bij Nederlandse vastgoedfondsen en bouwbedrijven en zwakker bij Nederlandse banken en verzekeraars, aldus de onderzoekers. Ook blijkt dat de tijdshorizon van de bestuurders van Nederlandse beursvennootschappen geen invloed heeft op de besluiten van het bestuur ten aanzien van bijvoorbeeld (langetermijn)investeringen in onderzoek en innovatie, marketing- en reclamecampagnes en duurzaamheid. Volgens de onderzoekers reflecteert dit het Nederlandse corporate governance-systeem waarin de bestuurders van Nederlandse beursvennootschappen de strategie en het beleid autonoom kunnen bepalen.

Voor haar onderzoek heeft het *iGOR* de openbare verslagen geanalyseerd van 1444 analisten- en beleggersbijeenkomsten van zestig Nederlandse beursondernemingen in de periode 2002-2016. Aan de hand van de tijdens deze bijeenkomsten gegeven presentaties van de bestuurders en de antwoorden op vragen van beleggers en financieel analisten werd onderzocht of de bestuurders waren gefocust op korte- of langetermijngevolgen van hun gevoerde strategie en beleid.

Niels Hermes en Willem Schramade<sup>10</sup> bespraken tijdens het symposium de bevindingen en conclusies van het *iGOR*-rapport. Zij onderstreepten tijdens de discussie dat goede verslaggeving over langetermijnwaardcreatie door beursvennootschappen en een goede dialoog daarover van belang zijn voor het aantrekken van beleggers met een langetermijnhorizon.

In hun bijdrage aan dit themanummer draaien Niels Hermes, Reggy Hooghiemstra en Kees van Veen de vraag om: is er sprake van kortetermijngerichtheid in de Neder-

landse bestuurskamer? Graag verwijs ik naar hun bevindingen en conclusies elders in deze aflevering.

### 3. De rol van strategie en vennootschappelijk belang bij de bescherming van beursvennootschappen

In zijn voordracht ging *Vino Timmerman*<sup>11</sup> in op de vraag of bescherming van beursvennootschappen zonder beschermingsconstructies tegen vijandelijke overnames of activistische aandeelhouders mogelijk is. Hij behandelde deelvragen over het uitoefenen van aandeelhoudersbevoegdheid, wat het vennootschappelijk belang is,<sup>12</sup> wat onder strategie wordt verstaan<sup>13</sup> en wat art. 6 van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten<sup>14</sup> voor het agenderingsrecht betekent. Timmerman onderscheidde twee situaties, namelijk beschermde en niet-beschermde beursvennootschappen. Voor beschermde vennootschappen geldt volgens Timmerman, die vooral doelt op een beschermingsconstructie met (een stichting) preferente aandelen, dat de Hoge Raad in de *RNA*-beschikking<sup>15</sup> heeft bepaald dat het bestuur van een vennootschap door het (doen) treffen van een beschermingsmaatregel zijn strategie mag beschermen tegen een vijandelijke overname en een aandeelhouder die de strategie wil wijzigen. Bedreiging van de strategie en daarmee van het vennootschappelijk belang is in de visie van Timmerman een voldoende basis voor het (tijdelijk) beschermen van de vennootschap. Wat betreft in het geheel niet beschermde beursvennootschappen is Timmerman van mening dat het bestuur en de raad van commissarissen de besluitvorming in aangelegenheden waarover de algemene vergadering bevoegd is, kunnen vertragen door bijeenroeping van een aandeelhoudersvergadering te weigeren of het voorgestelde agendapunt niet op de agenda te plaatsen. Een dergelijk uitstel biedt vooral kansen als bestuur en commissarissen zich kunnen beroepen op een goed verdedigbare strategie. Volgens Timmerman gaat van de bijeenroepings- en de agenderingsregels, die hij in beperkte zin uitlegt, een beschermende werking uit. Hij is voorstander van een beter uitgewerkte regeling van het bijeenroepings- en agenderingsrecht met, afhankelijk van de omstandigheden van het geval, wat langere termijnen dan die van de wettelijke respons- of bedenktijd. Zijn voordracht mondde uit in een twee stellingen bevattende conclusie. Ik verwijs naar de schriftelijke uitwerking van de voordracht van Timmerman elders in dit themanummer.

5. [www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/publicaties/2017-09-igor-research-report-short-termism.pdf](http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/publicaties/2017-09-igor-research-report-short-termism.pdf) (laatst geraadpleegd op 4 december 2017).

6. Prof. dr. C.L.M. (Niels) Hermes is hoogleraar aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit Groningen.

7. Dr. R.B.H. (Reggy) Hooghiemstra is universitair hoofddocent aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit Groningen.

8. Dr. K. (Kees) van Veen is universitair hoofddocent aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit Groningen.

9. Zie ook het persbericht van 4 september 2017 van Eumedion: [www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/persberichten/2017-09-persbericht-rug-onderzoek-short-termism.pdf](http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/persberichten/2017-09-persbericht-rug-onderzoek-short-termism.pdf) (laatst geraadpleegd op 4 december 2017).

10. Willem Schramade is senior manager bij NN Investment Partners.

11. Mr. L. (Vino) Timmerman is advocaat-generaal bij de Hoge Raad.

12. Zie onder meer HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799, *JOR* 2014/290, m.nt. R.G.J. de Haan (*Cancun*).

13. Zie onder meer HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, *NJ* 2007/434 (*ABN AMRO*) en HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*). En meer recent Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten, *JIN* 2017/116, m.nt. R.A. Wolf (*Elliott c.s./AkzoNobel*).

14. Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.

15. HR 18 april 2003, *NJ* 2003/86, m.nt. Ma (*RNA*).

#### 4. Dutch performance: paid for failure

Onder deze titel ging *Adriaan de Mol van Otterloo*<sup>16</sup> in zijn voordracht in op het voorstel van het kabinet-Rutte III voor een wettelijke bedenktijd van 250 dagen. De reputatie van Nederland als aantrekkelijk beleggingsland komt daarmee volgens De Mol van Otterloo op het spel te staan. Dat wordt niet 'gerepareerd' door het voorstel van het afschaffen van de dividendbelasting. De afschaffing van die belasting levert slechts een marginale rendementsverhoging voor beleggers op. Het voorstel tot een wettelijke bedenktijd zal veel meer schade aanrichten; het is een protectionistische maatregel. Hij is daarvan geen voorstander.

De politiek is het kennelijk niet te doen om de aandeelhouder, maar om het voorkomen dat Nederland een tweede België wordt. Neêrlands trots zou beschermd moeten worden, is kennelijk de gedachte in politiek Den Haag, aldus De Mol van Otterloo.

De Mol van Otterloo vindt dat het Nederlandse bestuurders en commissarissen ontbreekt aan zelfreflectie. De cultuur zou het grootste probleem zijn in de Nederlandse boardroom: de wil zou er moeten zijn de kop boven het maaiveld uit te steken; elkaar niet indekken en afwijkende meningen zouden gewaardeerd en geaccepteerd moeten worden. Nederlandse bestuurders en commissarissen zouden tolerant ten opzichte van slecht geleide en presterende ondernemingen staan.

De Mol van Otterloo verwijst naar Zweden. Zweden heeft een met Nederland vergelijkbare economie, maar heeft veel meer 'wereldmarktleaders' dan Nederland. Volgens De Mol van Otterloo presteren Zweedse ondernemingen in het algemeen beter, omdat in Zweden *under performance* door bestuurders niet wordt gedoogd en niet-uitvoerende bestuurders veel beter toezicht houden op de executie van de strategie. Bovendien nemen in de Zweedse board ook bestuurders namens aandeelhouders of werknemers plaats.

#### 5. Beschermingsconstructies: heiligt het doel de middelen?

In zijn bijdrage ging *Tjalling Tiemstra*<sup>17</sup> in op de noodzaak van beschermingsconstructies. Hij hanteerde de volgende uitgangspunten: (i) voldoende representatieve aandeelhouders moeten binnen redelijke grenzen de mogelijkheid hebben om invloed uit te oefenen op de governance van de onderneming waarvan zij aandeelhouder zijn, (ii) beursgenoteerde ondernemingen moeten hiermee rekening houden. Dat is het gevolg van de (financiering van de) open vennootschap, en (iii) de invloed van aandeelhouders op de governance moet met voldoende waarborgen omkleed worden. Tiemstra betoogde dat de huidige wetgeving en de huidige mogelijkheden van be-

schermingsconstructies voldoende zijn en dat dit wettelijk kader voldoende met waarborgen omkleed is en ruimte biedt voor een zorgvuldige belangenafweging voor alle stakeholders, bijvoorbeeld bij een openbaar bod of aandeelhoudersactivisme.

Volgens Tiemstra moet het doel van beschermingsconstructies niet zijn het voorkomen of blokkeren van een change-of-control die voldoende rekening houdt met de belangen van stakeholders. Hij wees er ook op dat druk van buiten heilzaam kan zijn, althans een open blik kan creëren. Beschermingsconstructies zouden er niet toe moeten leiden dat die druk minder wordt gevoeld. Bestuur en toezicht moeten waken voor zelfgenoegzaamheid, ondernemingsangst en te veel interne oriëntatie, ook bij ogenschijnlijk goedlopende bedrijven, aldus Tiemstra.

De vraag resteert welke vennootschappen er beschermingsconstructies nodig hebben en wanneer deze constructies aangewezen zijn. Tiemstra hield het publiek drie gevallen voor: (i) als er sprake is van 'vitale' ondernemingen. Het moet in zijn visie gaan om ondernemingen en sectoren die, anders dan de Tweede Kamer meent, echt cruciaal en onvervangbaar zijn, (ii) ondernemingen die niet 'vitaal' zijn, maar wier klanten nadeel kunnen ondervinden doordat gevoelige informatie over hun onderneming in handen van concurrenten zou kunnen vallen, of die in dat geval hun toelieferingen in gevaar kunnen zien komen, en (iii) sommige nieuw aan de beurs genoteerde vennootschappen zonder controlerende grootaandeelhouders die eerst een kans moeten krijgen om hun werkelijke economische waarde te bewijzen en, voor dat het zover is, beschermd moeten worden tegen partijen die willen kapitaliseren op een eventuele tijdelijke onderwaardering.

De huidige maatschappelijke discussie over beschermingsconstructies is volgens Tiemstra minder relevant dan zij op het eerste gezicht lijkt, omdat op één na (Ahold Delhaize) alle AEX- en AMX-vennootschappen voldoende beschermd zijn of hebben aangegeven niet beschermd te willen zijn. De opwinding in de discussie, heeft volgens Tiemstra met *framing* te maken; de 'Hollandse identiteit' zou worden bedreigd. Ik verwijs verder naar de schriftelijke uitwerking van de voordracht van Tiemstra elders in dit themanummer.

#### 6. De rol van de overheid

*Claartje Bulten*<sup>18</sup> ging in haar presentatie in op twee aspecten uit het Regeerakkoord Rutte III, namelijk (i) specifieke bescherming voor vitale sectoren<sup>19</sup> en (ii) het

16. A. (Adriaan) de Mol van Otterloo is partner en belegger bij Intrinsic Value Investors (IVI) LLP.

17. Drs. J.S.T. (Tjalling) Tiemstra RA is onder meer commissaris bij ABN AMRO.

18. Prof. mr. C.D.J. (Claartje) Bulten is hoogleraar Ondernemingsrecht aan de Radboud Universiteit Nijmegen.

19. Zie p. 34 van het Regeerakkoord Rutte III 'Vertrouwen in de toekomst' (bijlage bij *Kamerstukken II* 2016/17, 34700, 34):

*'Vitale sectoren krijgen specifieke bescherming. Na zorgvuldige analyse van risico's voor nationale veiligheid kunnen aangewezen bedrijven uit vitale sectoren alleen met actieve goedkeuring worden overgenomen, zo nodig onder voorwaarden, of beschermd worden door het vastleggen van de andere, juiste waarborgen. Onderzocht wordt of naast de bestaande lijst vitale sectoren ook voor landbouwgronden en bepaalde regionale infrastructurele werken dit beschermingsregime noodzakelijk is. Indien nodig worden er maatregelen genomen.'*

voorstel van een bedenktijd van maximaal 250 dagen.<sup>20</sup> Wat betreft de vitale sectoren<sup>21</sup> stelde zij aan de orde dat het daarbij volgens de regering gaat om ‘na zorgvuldige analyse van risico’s voor nationale veiligheid aangewezen bedrijven uit vitale sectoren die alleen met actieve goedkeuring worden overgenomen, zo nodig onder voorwaarden, of beschermd worden door het vastleggen van andere, juiste waarborgen’. Bulten wees erop dat het begrip nationale veiligheid in Nederland en Europa niet eenduidig is. Het is een vage term. Bulten hield het publiek voor dat onder de vitale sectoren in ieder geval de vitale infrastructuur valt. Die vitale infrastructuur is onderverdeeld in elf sectoren met vitale processen: energie, ICT/telecom, drinkwater, water, transport, chemie, nucleair, financieel, openbare orde en veiligheid, openbaar bestuur en defensie. Bij veel van deze sectoren kan men zich wel wat voorstellen. Toch doen zich daarbinnen ook definitiekwesties voor. Kritische technologie, zoals nucleaire technologie en ruimtevaarttechnologie, mag niet in vreemde handen vallen. Maar zou zelfs ASML met haar hoogwaardige technologie, een vitale, en daarmee beschermingswaardige, onderneming kunnen zijn om zo (ongewenste) invloeden van buitenaf te kunnen weren? Nationale veiligheid kan op het eerste gezicht verdergaan dan het lijkt.

Vervolgens ging Bulten in op het voorstel van een bedenktijd van maximaal 250 dagen: ‘Een beursgenoteerde onderneming die op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging kan een bedenktijd van maximaal 250 dagen invoeren, mits deze het kapitaalverkeer niet raakt. In deze periode dient verantwoording te worden afgelegd aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid en dienen alle stakeholders die betrokken zijn bij de onderneming, geraadpleegd te worden. Deze maatregel kan niet worden ingezet in combinatie met beschermingsconstructies van bedrijven zelf, zoals de uitgifte van preferente aandelen of prioriteitsaandelen.’<sup>22</sup>

Bulten hield de aanwezigen voor dat dit voorstel lijkt op de responstijd uit de Nederlandse Corporate Governance Code (NCGC).<sup>23</sup> Wanneer een of meer aandeelhouders het voornemen hebben de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen, wordt het bestuur in de gelegenheid gesteld een redelijke termijn

in te roepen om hierop te reageren.<sup>24</sup> Indien het bestuur een responstijd inroept, is dit een redelijke periode die niet langer duurt dan 180 dagen, gerekend vanaf het moment waarop het bestuur door een of meer aandeelhouders op de hoogte wordt gesteld van het voornemen tot agendering tot aan de dag van de algemene vergadering waarop het onderwerp zou moeten worden behandeld. Het bestuur gebruikt de responstijd voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de desbetreffende aandeelhouder(s), en verkent de alternatieven.<sup>25</sup>

Bulten wees het publiek vervolgens op de verschillen tussen de responstijd uit de NCGC en het voorstel van de bedenktijd uit het Regeerakkoord Rutte III: (i) strategiewijziging – fundamentele strategiewijziging, (ii) maximaal 180 dagen – maximaal 250 dagen, (iii) overleg met in ieder geval aandeelhouders in kwestie – overleg met stakeholders, (iv) verantwoording aan het einde van de responstijd – verantwoording in de periode van de bedenktijd, (v) mogelijkheid tot invoeren van beschermingsconstructie – geen mogelijkheid tot invoeren beschermingsconstructie (dus bedenktijd of beschermingsconstructie) en (vi) de responstijd mag niet worden ingeroepen wanneer een aandeelhouder als gevolg van een geslaagd openbaar bod over ten minste driekwart van het geplaatst kapitaal beschikt – geldt de bedenktijd ook na een geslaagd openbaar bod?

Er zijn dus nogal wat verschillen en vragen, zo stelde Bulten. Ook vroeg zij zich hardop af wat er was gebeurd met het door Jan Hommen opgebrachte idee en de brief van 4 juli 2017 van toenmalig minister Kamp in dat kader,<sup>26</sup> gevolgd door een motie van de Tweede Kamer over de wettelijke bedenktijd van maximaal een jaar in geval van activistische aandeelhouders én in geval van een openbaar overnamebod.<sup>27</sup>

Volgens de Haagse bronnen van Bulten sloot het een het ander helemaal niet uit. De wettelijke bedenktijd van een jaar was niet van tafel en zou, volgens Haagse traditie, ook in het voorstel van de bedenktijd van 250 dagen uit het Regeerakkoord Rutte III gelezen kunnen worden.<sup>28</sup>

20. Zie p. 34 van het Regeerakkoord Rutte III ‘Vertrouwen in de toekomst’ (bijlage bij *Kamerstukken II 2016/17*, 34700, 34): ‘We nemen maatregelen voor de verschuiving van invloed van bepaalde activistische aandeelhouders die vooral gericht zijn op de korte termijn naar aandeelhouders en andere stakeholders die belang hebben bij waardecreatie op de lange termijn: – Een beursgenoteerde onderneming die op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging kan een bedenktijd van maximaal 250 dagen invoeren, mits deze het kapitaalverkeer niet raakt. In deze periode dient verantwoording te worden afgelegd aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid en dienen alle stakeholders die betrokken zijn bij de onderneming, geraadpleegd te worden. Deze maatregel kan niet worden ingezet in combinatie met beschermingsconstructies van bedrijven zelf, zoals de uitgifte van preferente aandelen of prioriteitsaandelen.’
21. Zie hierover ook het WODC-rapport *Vitale vennootschappen in veilige handen*, te raadplegen via: [www.wodc.nl/onderzoeksdatabase/2609-toegang-en-invloed-buitenlandse-investeringen-in-nederlandse-vitale-sectoren.aspx](http://www.wodc.nl/onderzoeksdatabase/2609-toegang-en-invloed-buitenlandse-investeringen-in-nederlandse-vitale-sectoren.aspx), en C.D.J. Bulten & B.J. de Jong, *Vitale vennootschappen in veilige handen*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 142, Deventer: Wolters Kluwer 2017.
22. Zie p. 34 van het Regeerakkoord Rutte III ‘Vertrouwen in de toekomst’ (bijlage bij *Kamerstukken II 2016/17*, 34700, 34).
23. Zie r.o. 3.6 e.v. van Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836, *JOR* 2013/272, m.nt. M.W. Josephus Jitta; *JIN* 2013/197, m.nt. P. Haas; en *Ondernemingsrecht* 2013/117 (*Cryo-Save*).
24. Best practice bepaling 4.1.6 Nederlandse Corporate Governance Code 2016.
25. Best practice bepaling 4.1.7 Nederlandse Corporate Governance Code 2016.
26. *Kamerstukken II 2016/17*, 29826, 83.
27. *Kamerstukken II 2016/17*, 29826, 85.
28. Zie de column van Pieter Couwenbergh, ‘De nucleaire variant in het plan-Hommen’, in het *FD* van 17 november 2017, p. 1.

## 7. *Capitalisme contre Capitalisme*

In zijn column refereerde Pieter Couwenbergh<sup>29</sup> aan het boek van Michel Albert *Capitalisme contre Capitalisme* uit 1991. Albert schreef dat boek kort na de val van de Muur. Albert gaat in zijn boek in op het Angelsaksische versus het Europese kapitalisme, het shareholders- versus het stakeholdersmodel en stelt de vraag of er nog ruimte is voor het stakeholdersmodel, omdat dat model een complexe gemeenschap van belanghebbenden is, welke belanghebbenden elkaar in evenwicht (proberen te) houden. Het shareholdersmodel zou wegens haar eenvoud aan kracht winnen. De aandeelhouders zijn de 'eigenaren' van de onderneming. Zij bepalen wat goed is voor de onderneming. Het shareholdersmodel zou het dominante model worden, zo analyseert Albert. Couwenbergh refereerde aan recente voorbeelden als Unilever en AkzoNobel, waarbij door het bestuur van die beursvennootschap ondanks het afslaan van een vijandig overnamebod in meer of mindere mate naar de aandeelhouders wordt geluisterd. Zo doet AkzoNobel met de (voorgenomen) afsplitsing van haar divisie Specialty Chemicals en de benoeming van een aantal door een groep van aandeelhouders naar voren geschoven commissarissen feitelijk wat die groep wenst.

Het activisme van een deel van de aandeelhouders is in veel gevallen een wake-upcall voor bestuur en raad van commissarissen. Kennelijk doet de markt zijn werk en bij onderpresteren 'komt er iemand langs'.

Couwenbergh hield de aanwezigen voor dat het stakeholdersmodel zich moeilijk kan verhouden tot het (stevig) belonen van bestuurders in aandelen en het slechts op *financialkey performance indicators* beoordelen van prestaties en overnames. Daarnaast zouden beleggers volgens Couwenbergh meer *commitment* moeten tonen naar de vennootschappen waarin zij beleggen. Nu gaat het vaak om een rituele dans om de macht tussen bestuur en algemene vergadering, waarbij de aandeelhouders het ultieme middel van het ontslagrecht hebben. *At the end of the day* blijft de traditionele rolverdeling echter in stand. Er wordt vooral gezocht naar *one size fits all*-oplossingen, maar die werken niet.

Couwenbergh vertelde dat Albert in zijn boek schetst dat historisch gezien in Europa de dialoog wordt opgezocht. In een open dialoog komt er meestal iets goeds tot stand. Albert breekt een lans voor het op de dialoog gebaseerde, Europese stakeholdersmodel, omdat dat duurzamer zou zijn.

Couwenbergh borduurde in zijn betoog voort op het Rijnlandse model 2.0. Hij pleitte voor een nieuw instrumentarium voor overnames, waarbij ook de impact van een overname op milieu en werknemers wordt getoetst. Een Europees take over-panel zou daarop kunnen toezien. Couwenbergh refereerde ook aan het pleidooi van Jaap Winter voor alternatieve ondernemingsvormen gebaseerd op het coöperatiemodel.<sup>30</sup> In dat model is sprake van een grote betrokkenheid en inspraak van een brede groep van stakeholders. Ter invulling van het Rijnlandse model 2.0 wees Couwenbergh op de mogelijkheid een (groep van) aandeelhouder(s) te benoemen in het bestuur

om onder meer overnames te beoordelen. Dat zou kunnen bijdragen aan het committeren aan de lange termijn van die (groep van) aandeelhouder(s). Pensioenfondsen zouden hun achterban moeten vragen of zij bereid zijn genoeg te nemen met minder rendement in het belang van het onderwijs en in ruil voor hogere salarissen van docenten (in plaats van mee te liften op een voorbijkomend bod met een hoge premie). Zou het bovendien een idee zijn beloning van bestuurders te relateren aan het bevorderen van de goede, interne verhoudingen en cultuur binnen de vennootschap?

Met zijn column sloot Pieter Couwenbergh het symposium af.

29. Pieter Couwenbergh is redacteur bij *Het Financieele Dagblad*.

30. Zie het *FD* van 22 april 2017, p. 12-13.