

Aandeelhoudersactivisme in Nederland anno 2020: van hyena tot papieren tijger?

Ondernemingsrecht 2020/159

Deze bijdrage gaat over aandeelhoudersactivisme in Nederland anno 2020. De auteurs wijzen op de karikatuur van de activistische aandeelhouder. Die karikatuur staat een reële discussie in Nederland over de belangrijke rol die aandeelhouders binnen de corporate governance van een beursgenoteerde vennootschap dienen te vervullen in de weg. De vraag is of de aandeelhouder zijn rol anno 2020 nog wel effectief kan vervullen. Een daaraan gerelateerde vraag is of het bestuur en de RvC inmiddels niet te veel autonomie toebedeeld krijgen. In de bijdrage wordt eerst ingegaan op de vraag wat aandeelhoudersactivisme is, wie deze aandeelhoudersactivisten zijn, wat hun doelen zijn en welke 'tools' zij daarvoor tot hun beschikking hebben. Dit laatste leidt tot de vervolgvraag welke rechten aandeelhouders in een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap hebben, en of zij die rechten naar geldend Nederlands ondernemingsrecht ook steeds effectief kunnen uitoefenen. Na een analyse van de recente jurisprudentie op dit punt wordt geconcludeerd dat de krachtigste aandeelhoudersrechten (waar het beursvennootschappen betreft) in Nederland in de praktijk zijn verworven tot papieren tijgers. Sommigen zal dat als muziek in de oren klinken: 'mission completed'; weg met de bemoeizuchtige sprinkhanen en de wolf packs, en met hun onwelgevallige kritiek en ideeën. Die conclusie is echter te kort door de bocht en te simplistisch. Als we niet oppassen, ligt in Nederland alle macht en de veronderstelde wijsheid over de strategie van de onderneming uitsluitend bij het bestuur en de RvC, zonder behoorlijk en gezond tegenwicht van aandeelhouders, activistisch of niet. Dat is naar de overtuiging van de auteurs een ongewenste situatie.

1. Inleiding

Aandeelhoudersactivisme heeft niet de beste naam.² Aandeelhouders die hun rechten proberen uit te oefenen

1 Dirk-Jan Duynstee en Tiemen Drenth zijn beiden advocaat te Amsterdam. Dit artikel is een nadere uitwerking van de voordracht van Dirk-Jan Duynstee op het Fusie & Overname Congres Advocatuur op 13 december 2019 ('Van hyena tot papieren tijger: aandeelhoudersactivisme in Nederland').

2 In 'Het grote gevecht', het boek van Jeroen Smit over Unilever en Paul Polman, wordt het volgende sfeerbeeld geschept: "Refererend aan hedgefonds zegt Polman: 'Ze zijn totaal niet bezig met langetermijnwaardecreatie. Ze zouden hun grootmoeder verkopen als ze daarmee geld zouden kunnen verdienen.'" Hillary Clinton, destijds nog presidentskandidaat, omschreef ze als "hit-and-run activists whose goal is to force an immediate payout" (A.R. Sorkin, 'Clinton Aim Is to Thwart Quick Buck on Wall Street', *New York Times* 28 juli 2015).

worden meer dan eens, automatisch en wat makkelijk, gelijkgesteld met karikatuurale, activistische Amerikaanse hedge funds, die alleen uit zouden zijn op kortetermijnwinsten. Deze aandeelhouders zouden zich geen reukenschap geven van de gevolgen van hun handelen voor de vennootschap en diens stakeholders op de langere termijn.

Het is tegenwoordig *bon ton* om te pleiten tegen aandeelhoudersactivisme, en de sleutel voor de langetermijnwaardecreatie volledig bij het bestuur en de RvC te willen leggen. De vraag is of de overbekende karikatuur van de activistische aandeelhouder³ een reële discussie in Nederland over de belangrijke rol die aandeelhouders binnen de corporate governance van een genoteerde vennootschap dienen te vervullen in de weg staat. Het is maar zeer de vraag of de aandeelhouder die rol anno 2020 nog wel effectief kan vervullen. Een andere vraag is of het bestuur en de RvC inmiddels niet te veel autonomie toebedeeld krijgen. Daarbij nemen wij het niet zozeer op voor de activistische aandeelhouder. Er zijn net als bij bestuurders en commissarissen 'goede' en 'slechte' activisten.

Wij gaan eerst in op de vraag wat aandeelhoudersactivisme is, wie deze aandeelhoudersactivisten zijn en wat hun doelen zijn. Daarna zal worden uiteengezet welk gereedschap de activistische aandeelhouder thans nog heeft om zijn doel te bereiken. Dit leidt automatisch tot de vraag welke rechten aandeelhouders in een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap eigenlijk hebben, en of zij die rechten naar geldend Nederlands ondernemingsrecht ook steeds effectief kunnen uitoefenen. Afgesloten wordt met een conclusie.

In dit artikel blijven de effectenrechtelijke aspecten (rondom bijvoorbeeld short selling, empty voting, repo's) buiten beschouwing.⁴

3 Zie o.a. C.J.C. De Brauw, 'N.V.'s met een beursnotering buiten Nederland; een internationaal perspectief op het Nederlandse model', in: G. van Solinge e.a., *Nederland, het Delaware van Europa? Voordrachten en discussieverslag van het gelijknamige congres van het Van der Heijden Instituut op 20 en 21 november 2015* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 135), Deventer: Wolters Kluwer 2016, par. 4.7: "De dollartekens in de ogen van de, vaak hele jonge als student geklede, generatie Y-miljonairs (...)".

4 Zie daarover bijvoorbeeld G.T.M.J. Raaijmakers, 'Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen', in: G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Preadvis van de Vereniging 'Handelsrecht' 2007, Deventer: Kluwer 2007; D.J.F.F.M. Duynstee & F.M. Peters, 'Ondernemingsrechtelijke inpassing van aandelelderivaten', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2010-2011*, Deventer: Kluwer 2011; en G.P. Oosterhoff, *Belang zonder aandeel en aandeel zonder belang. Synthetische belangen in aandelen en daaraan te verbindende vennootschapsrechtelijke rechten en verplichtingen* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 144) (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

2. Aandeelhoudersactivisme

2.1 Wat is aandeelhoudersactivisme?

Aandeelhoudersactivisme is een ongedefinieerd begrip. De uitleg hiervan zal verschillen naargelang de persoon die je ernaar vraagt. Eén definitie is die van Leo Strine, voormalig Chief Justice van de Delaware Supreme Court. Hij omschrijft aandeelhoudersactivisme als het handelen van aandeelhouders die:

“Take[s] an aggressive investment interest in the stock (and other securities and more exotic interests tied to the value of that stock) of a public company and seek[s] to make returns by influencing the corporation to change its capital structure or business plan.”⁵

Deze definitie gaat uit van het behalen van rendement op een investering in een beursvennootschap door middel van (het aansturen op) het wijzigen van de kapitaalstructuur of het beleid van de doelvennootschap. Het begrip aandeelhoudersactivisme bevat onzes inziens elke aandeelhouder in een beursgenoteerde vennootschap die zijn aandeelhoudersrechten uitoefent om verandering met betrekking tot de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming af te dwingen. In die zin lijkt men eerder simpelweg op ‘actieve’ aandeelhouders te doelen, al zal hierna over ‘activistische aandeelhouders’ worden gesproken.⁶

Hierna worden eerst de doelen van de activistische aandeelhouder besproken. Daarna zal worden ingegaan op de middelen die de activistische aandeelhouder tot zijn beschikking heeft om zijn doel te bereiken.

2.2 Doelen van activistische aandeelhouders

De doelen van activistische aandeelhouders zijn divers. Vaak stuurt de activistische aandeelhouder aan op (een combinatie van) een betere kapitaalstructuur, veranderingen in de governance,⁷ het verkopen van non-core onderdelen, dividenduitkeringen, aandeleninkooppro-

gramma's;⁸ en/of, de meest ingrijpende optie, het ‘in play’ brengen van de hele onderneming.⁹ In de VS in het bijzonder is aandeelhoudersactivisme gebruikelijk en is de inzet van discussies met de vennootschap het verkrijgen van ‘board seats’ om invloed te kunnen uitoefenen op de strategie van de onderneming. In de regel richten financieel gemotiveerde activistische aandeelhouders zich daarom ook op ‘underperforming’ beursvennootschappen.¹⁰ Dat wil zeggen vennootschappen die slechter presteren dan hun ‘peers’ en ondergewaardeerd zijn op de beurs.

Andere acties richten zich op het adresseren van corporate-governanceproblemen met betrekking tot, bijvoorbeeld, grootaandeelhouders die tevens dominant zijn in het bestuur, waardoor een beleid wordt gevoerd dat de meerderheidsaandeelhouder bevoordeelt ten nadele van de minderheidsaandeelhouders.

Weer andere aandeelhouders proberen uit ideële motieven een koerswijziging te bewerkstelligen bij de vennootschap waarin zij aandelen houden, waarbij het koerseffect voor hen vaak van ondergeschikt belang is. Dit zal dan veelal zien op wijzigingen van de strategie met betrekking tot onderwerpen in de ‘ESG’-sfeer¹¹ (bijvoorbeeld: klimaatverandering, MVO-eisen in het kader van internationaal zakendoen,¹² de beloningen van de bestuurders, enzovoort), waarover meer in par. 2.4.

2.3 Voor- en nadelen van aandeelhoudersactivisme

Er wordt vaak op gewezen dat activistische aandeelhouders louter gedreven worden door andere overwegingen dan het bevorderen van het bestendigde succes van de onderneming en langetermijnwaardcreatie. Zo zouden ze specifieke deelbelangen en voorkeuren hebben, en zouden zij daarom beleidswijzigingen aanhangen die vooral hun eigen deelbelangen dienen, en niet die van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. Voor activistische aandeelhouders wordt daarbij veelal aangenomen dat zij zich louter richten op de beurskoers op de korte termijn, waardoor zij geneigd zijn aan te dringen op wijzigingen die juist schadelijk kunnen zijn voor de – on-

5 Leo E. Strine Jr., ‘Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System’, *Yale Law Journal* 2017/126, p. 1870-1970.

6 Die zich, anders dan vele van hun ‘gedwongen apathische’ medeaandeelhouders, daadwerkelijk actief bemoeien met de structuur en het beleid van de beursgenoteerde onderneming waarin ze hun geld hebben geïnvesteerd. Dat is niet zonder meer ‘activistisch’ te noemen. Vgl. eerder ook J.W. van der Staay, ‘Aandeelhoudersactivisme: op zoek naar een nieuw evenwicht?’, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Deventer: Kluwer 2007, p. 237 e.v.

7 Recente berichtgeving wijst erop dat sinds de uitbraak van de coronapandemie door activisten vaker dan gebruikelijk wordt aangedrongen op wijzigingen in het bestuur of de RvC. Zie daarover o.a. <https://www.cnbc.com/2020/06/09/in-the-age-of-coronavirus-activist-shareholders-are-going-after-company-bosses.html> (“In the second quarter, so far, 50% of all campaigns by shareholder activists have involved attacks against boards or management teams, compared to a consistent 33% in the first quarter of 2020 and the whole of 2019”).

8 Zie ook Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa/20. Zie eerder D.A.M.H.W. Strik, ‘To play or to be in play. Over preventie van aandeelhoudersactivisme’, *Ondernemingsrecht* 2007/72.

9 Bekende voorbeelden van bedrijven in Nederland die met aandeelhoudersactivisme te maken kregen, zijn ABN AMRO, Ahold, ASMI, Stork, VNU, CSM, Euronext, TNT, en recenter AkzoNobel, Intertrust en Takeaway.

10 Althans in de ogen van de activistische aandeelhouder zelf. Empirisch onderzoek is daar niet geheel helder over, en wijst soms zelfs het tegenovergestelde uit. Zie bijvoorbeeld John C. Coffee Jr. & Darius Palia, ‘The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance’, *Columbia Law and Economics Working Paper No. 521* 4 september 2015, p. 63 en 64.

11 Waarbij ESG staat voor ‘environmental, social en governance’.

12 Vgl. de OESO-richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen.

der andere door de Corporate Governance Code 2016 gepropageerde – waardecreatie op de lange termijn.¹³

In de andere hoek wordt erop gewezen dat activistische hedge funds “*the natural champions*” zijn van “*dispersed and diversified shareholders, who are less capable of collective action in their own interest*”.¹⁴ Omdat hedge funds juist niet zo sterk gediversificeerd zijn en inzetten op relatief zeer grote belangen in een beperkt aantal bedrijven, zijn zij minder ‘gedwongen of rationeel apathisch’¹⁵ dan andere beleggers. Die beleggers houden relatief kleine belangen in soms wel duizenden fondsen (in het geval van vermogensbeheerders), of hebben zelfstandig niet de middelen of incentive om hun ideeën voor het voetlicht te brengen (in het geval van retailbeleggers). Hierdoor zijn hedge funds logischerwijs eerder geneigd en beter in staat – zij hebben immers de middelen – om een onderneming op de voet te volgen en het bestuur en de RvC bij de les te houden. Daarom zou sprake zijn van een corrigerende werking op bestaande structuren en beleid; de activistische aandeelhouder houdt het management van ondernemingen scherp en disciplineert zo de onderneming en daarmee in bredere zin de markten. Dit komt ook tot uitdrukking in een overweging van de herziene Aandeelhoudersrichtlijn:

“(14) Een effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid is een van de hoekstenen van het corporategovernancemodel van beursgenoteerde vennootschappen, dat is gebaseerd op controlemechanismen tussen de verschillende organen en belanghebbenden. Een grotere betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance is een van de middelen die kunnen bijdragen tot een verbetering van de financiële en niet-financiële prestaties van vennootschappen, ook wat betreft ecologische, sociale en governancefactoren, met name zoals bedoeld in de door de Verenigde Naties ondersteunde beginselen voor verantwoord investeren.”¹⁶

Het te investeren vermogen van activistische aandeelhouders is grotendeels afkomstig van grote institutionele beleggers. Dat betekent dat voordat deze aandeelhouders zich tot een vennootschap richten, zij – zoals gezegd – bijstaan door professionele adviseurs uitgebreide analyses hebben gemaakt en zich vaak verzekerd zien van steun

van andere (groot)aandeelhouders.¹⁷ Met andere woorden: activistische aandeelhouders richten doorgaans niet ‘zomaar’ hun pijlen op een vennootschap. Aan dergelijke campagnes gaat een zorgvuldige en uitgebreide voorbereiding (inclusief ruggespraak met andere aandeelhouders) vooraf, met de conclusie dat significante verbeteringen mogelijk zijn. Wat er ook van zij, het is een type aandeelhouder dat ondernemingen zeer goed volgt en zeer diepgravende analyses omtrent het gevoerde beleid maakt.¹⁸ Daarbij zij opgemerkt dat discussies met – of zelfs procedures door – activistische aandeelhouders er in voorkomende gevallen ook toe leiden dat de strategie alsnog wordt aangepast.

Deze these kreeg recent bijval uit onverwachte hoek. Zo werd de volgende uitspraak opgetekend van de huidige CEO van AkzoNobel, de heer Vanlancker:

“Eigenlijk bleek achteraf een activistische aandeelhouder zoals Elliot[t] een hele nuttige sparringpartner. Dat klinkt waarschijnlijk verrassend, gezien onze geschiedenis. Af en toe sparren met grote, goed geïnformeerde aandeelhouders werkt heel goed, zolang je alle regels in acht neemt.”¹⁹

Dit roept de vraag op wie beter uitgerust is om het beleid van de vennootschap te beoordelen, ietwat gechargeerd: een RvC of het bestuur van een beschermingsstichting, die een paar keer per jaar bij elkaar komen, of een groep veelal zeer intelligente en gemotiveerde analisten die een onderneming en de markt waarin zij opereert maanden of jaren dag in dag uit volgen?

13 Zie bijvoorbeeld M. Lipton e.a., ‘Corporate Governance: The New Paradigm’, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* 11 januari 2017. Zie ook (in andere zin) Lucian A. Bebchuk, ‘The Case for Increasing Shareholder Power’, *Harvard Law Review* 2005/188, afl. 3, p. 883.

14 John C. Coffee Jr. & Darius Palia, ‘The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance’, *Columbia Law and Economics Working Paper No. 521* 4 september 2015, p. 3.

15 John C. Coffee Jr. & Darius Palia, ‘The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance’, *Columbia Law and Economics Working Paper No. 521* 4 september 2015, p. 2 en 3.

16 Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (*PbEU* 2017, L 132).

17 Zo werd de motie van TCI om ABN AMRO op te splitsen gesteund door onder andere ING, dat met meer dan 5% een significante aandeelhouder was. (Zie bijv. ‘Speculanten domineren ABN dankzij Fortis en ING’, *NRC Handelsblad* 19 september 2007: “Maar zij werden overvleugeld door ING, die met zijn aandelenpakket van 5 procent achter TCI ging staan. ING had tot medio maart op het hoogste niveau nog gepraat over een fusie met ABN Amro. Ook Fortis, dat met twee andere banken praatte over een tegenbod, steunde TCI-voorstel 1. Net als het gelieerde beleggingsfonds FortisObam.”)

18 Zie o.a. C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen. Beschouwingen over de vennootschapsrechtelijke, financieeltoezichtrechtelijke, contractuele en praktische aspecten van beursovernames* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 143), Deventer: Wolters Kluwer 2017, par. 7.3.1.

19 ‘De kwartaalcyclus vernietigt waarde voor een beursgenoteerd bedrijf’, *EY* 12 augustus 2020.

2.4 Wie zijn de activistische aandeelhouders?

Hedge funds kunnen activistische aandeelhouders zijn.²⁰ Deze spreken wellicht het meest tot de verbeelding, omdat zij in de regel karikaturaal afgeschilderd worden, met namen als sprinkhanen, aasgieren of hyena's en als ze gezamenlijk optrekken: 'wolf packs'. De leider is dan de zogeheten 'alpha wolf'.

Er is daarnaast echter ook een groeiende trend van maatschappelijke organisaties en institutionele beleggers die zich deels van dezelfde tactieken bedienen die voorheen waren voorbehouden aan voornoemde hedge funds.²¹ Zo zijn er maatschappelijke organisaties die een zeer klein percentage aandelen aanhouden om bijvoorbeeld milieudoelstellingen op de kaart te zetten, zoals Follow This met haar jaarlijkse klimaatresolutie bij (onder andere) Shell.²² Daarnaast is er bijvoorbeeld de Climate Action 100+ groep, met in totaal zo'n 35 biljoen dollar onder beheer, die ook uit hoofde van aandeelhouderschap aandringt op duurzaamheid. Daaronder vallen institutionele beleggers als Blackrock, maar ook bijvoorbeeld ABP en PGGM.²³ Een ander voorbeeld is Norges, het Noorse staatsfonds, dat recent heeft aangekondigd niet meer te investeren in bedrijven die zich bezighouden met fossiele brandstoffen.²⁴

Activistische aandeelhouders zijn dus niet altijd meteen ook sprinkhanen, aasgieren of hyena's. Dit past in de recente trend van een zeer sterke groei in 'ESG investing'.²⁵ Zo zijn de *assets under management* van asset managers die de 'UN Principles for Responsible Investment' hebben getekend in de laatste tien jaar ruim verviervoudigd.²⁶ Sinds 2018 is bovendien sprake van een verviervoudiging van investeringen in ESG-gerelateerde *exchange traded funds*;²⁷ in Europa is in 2019 voor 132 miljard dollar aan

kapitaal opgehaald door fondsen die zich richten op ESG-investeringen – een record.²⁸

Daarnaast is het in bredere zin iets te gemakkelijk om iedere aandeelhouder die zijn wettelijke aandeelhoudersrechten tracht uit te oefenen, af te schilderen als een 'agressief' hedge fund. Zijn de grootaandeelhouders Koninklijke Boskalis (in Fugro²⁹), Teva (in Mylan³⁰) en América Móvil (in KPN³¹) – ieder op zichzelf een beursgenoteerd bedrijf dat ten volle van haar aandeelhoudersrechten gebruik heeft gemaakt – ook 'agressieve en activistische' aandeelhouders? Om nog niet te spreken van de klassieke 'hyena's' die nu opeens hun aandeelhoudersrechten inzetten ten bate van het aan de kaak stellen van klimaatverandering.³² Dit alles nog los van de groei in procedures – al dan niet van aandeelhouders – om maatschappelijke problemen aan de kaak te stellen die voorheen wellicht eerder in het politieke domein zouden vallen.³³

Kort en goed: 'aandeelhoudersactivisme' is niet voorbehouden aan enkel hedge funds die zich, gedreven door louter financiële motieven, zouden richten op kortetermijnkoerswinst. De *knee-jerk*reactie om aandeelhouders die het oneens zijn met het bestuur en de RvC meteen af te schilderen als onwenselijke activistische Amerikaanse hedge funds, is te simpel en onzes inziens niet bevorder-

20 Er is geen algemeen geaccepteerde definitie van een hedge fund. De vier karakteristieken die daar doorgaans mee in verband worden gebracht zijn de volgende: "(1) they are pooled, privately organized investment vehicles; (2) they are administered by professional investment managers with performance-based compensation and significant investments in the fund; (3) they cater to a small number of sophisticated investors and are not generally readily available to the retail-investment market; and (4) they mostly operate outside of securities regulation and registration requirements." John C. Coffee Jr. & Darius Palia, 'The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance', *Columbia Law and Economics Working Paper No. 521* 4 september 2015, p. 2, voetnoot 3. Zie over hedge funds in het Nederlandse ondernemingsrecht tevens eerder R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', *Ondernemingsrecht* 2006/77.

21 Zie o.a. J.E. Langston 'Shareholder Activism in 2020: New Risks and Opportunities for Boards', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* 24 januari 2020.

22 U kunt volgen hoe dat gaat op: <https://follow-this.org/nl/>.

23 <http://www.climateaction100.org>.

24 <https://www.forbes.com/sites/davidnikel/2019/06/12/norway-wealth-fund-to-dump-fossil-fuel-stocks-worth-billions-in-environmental-move/>.

25 Zie bijvoorbeeld Mark S. Bergman e.a., 'Introduction to ESG', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* 1 augustus 2020.

26 Lazard's 2019 Review of Shareholder Activism, p. 19.

27 Lazard's 2019 Review of Shareholder Activism, p. 19.

28 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-01-30/european-esg-funds-pulled-in-record-132-billion-in-2019>.

29 HR 20 april 2018, NJ 2018/331 (*Boskalis/Fugro*) over de uitleg van art. 2:114a BW. Boskalis hield destijds een belang van ca. 28% in Fugro.

30 Het (ingetrokken) bod van Teva op Mylan, welke laatste onderneming zich had voorzien van een Nederlandse nv als topholding om zich te beschermen tegen een dergelijke overname. Teva hield een belang van ca. 4,61% in Mylan, waardoor zij destijds bevoegd was een enquêteverzoek in te dienen (art. 2:346 BW).

31 Het bod van América Móvil op KPN van augustus 2013. América Móvil hield ten tijde van het uitbrengen van het bod al bijna 30% van de aandelen KPN.

32 'Hedge fund TCI vows to punish directors over climate change', *Financial Times* 1 december 2019: "Investing in a company that doesn't disclose its pollution is like investing in a company that doesn't disclose its balance sheet," said Sir Christopher, one of the highest paid fund managers in the industry. "If governments won't force disclosure, then investors can force it themselves." The Wall Street Journal, 9 maart 2020: "Elliott Management Corp., known for waging campaigns for share buybacks and executive change, suggested in its recent public letter to Evergy Inc. that the utility consider reducing its carbon footprint. In its February letter to management at Prudential PLC, Third Point LLC highlighted the excessive carbon footprint it says is created by having a London headquarters for the British insurer's American and Asian businesses. And Jeff Ubben, an activist known for nudging companies to focus on what they are best at, has bought into BP PLC as a vote of confidence in the British oil giant's plan to eliminate most of its carbon emissions." Zie tevens 'Billionaire UK investor aims to force hundreds of companies to act on climate', Reuters 20 november 2020.

33 Zie o.a. de procedure van Urgenda tegen de Nederlandse Staat (HR 20 december 2019, NJ 2020/41) en de procedures van diverse belangengroeperingen tegen ondernemingen (zoals bijvoorbeeld de zaak van Milieudefensie tegen Shell als poging Shell te dwingen haar beleid aan te passen en waarin eind dit jaar een zitting zal plaatsvinden, de Peruaanse boer Saul Luciano Lliuya die RWE aansprakelijk houdt voor noodzakelijke maatregelen om zijn dorp te beschermen tegen de overstromingen van een smeltende gletsjer uit hoofde van het aandeel van RWE in klimaatverandering, en diverse Amerikaanse staten die fossiele bedrijven via rechtszaken aansprakelijk proberen te houden voor de gevolgen van klimaatverandering).

lijk voor het systeem van checks-and-balances dat geldt naar Nederlands en Europees recht.

2.5 De niet-juridische 'tools' van de activistische aandeelhouder

Zoals kort genoemd in de inleiding, zetten activistische aandeelhouders de aan hen beschikbare middelen in om zich actief met de onderneming te bemoeien. Deze 'gereedschapskist' voor de aandeelhouder bestaat uit meer en minder juridische middelen, die bijna altijd worden gecombineerd.

Om te beginnen is er de 'Dear Board'-brief, waarvan ook in Nederland bekende voorbeelden zijn. Misschien wel de bekendste is de brief van TCI aan ABN AMRO medio 2007,³⁴ die zoals bekend resulteerde in het grootste overnamegevecht in de Nederlandse geschiedenis. Een recenter voorbeeld is de leeswaardige brief van Tweedy, Browne aan Akzo.³⁵ Het publiek van zo'n brief bestaat ook uit de medeaandeelhouders, andere stakeholders van de vennootschap, analisten, stemadviesbureaus en de pers.

Gezien het – in relatieve zin – doorgaans toch geringe aandelenbelang van activistische aandeelhouders is het welslagen van hun campagne afhankelijk van het mobiliseren van medestanders, zowel binnen als buiten de onderneming. Dergelijke brieven vermelden dan ook vaak de pijnpunten waar de onderneming onder – of als gevolg van – het huidige bestuur mee worstelt, en gaan vaak gepaard met voorstellen voor een betere toekomst.³⁶

Een ander niet-juridisch gereedschap is het meekrijgen van stemadviesbureaus (of 'proxy advisory services') zoals ISS en Glass Lewis. De macht van dergelijke bureaus kan bij beursgenoteerde ondernemingen zeer groot zijn,³⁷ mede door het grote aantal niet-actieve aandeelhouders die de aanbevelingen, soms op basis van interne reglementen, zonder meer (moeten) overnemen, gecombineerd met het grote aantal niet-actieve aandeelhouders dat überhaupt niet op komt dagen bij (virtuele) algemene vergaderingen.

De beïnvloeding van stemadviesbureaus gaat vaak gepaard met PR-campagnes, waarbij onder meer gespeciali-

seerde consultants de positie en plannen van de activistische aandeelhouder kunnen toelichten aan de (financiële) pers en andere potentiële medestanders. Van dergelijke publiciteitscampagnes wordt altijd veel gewag gemaakt.³⁸ Overigens is de beïnvloeding van de publieke opinie uiteraard ook al lang onderdeel van de gereedschapskist van de doelvennootschap. Het bestuur heeft veelal ook dergelijke PR-adviseurs om de juistheid van zijn strategie tot op dat moment te adstrueren.

De activistische aandeelhouder heeft ook juridische tools. Deze komen hierna aan de orde.

3. De juridische gereedschapskist van de activistische aandeelhouder

3.1 De positie van de aandeelhouder in Nederland

De positie van de aandeelhouder in een Nederlandse beursvennootschap is sinds 2007 aanzienlijk minder sterk geworden. In de literatuur is, met name in het kader van de discussie rondom beschermingsmaatregelen, eerder al gewezen op deze 'pendule',³⁹ met aan de ene kant een focus op het primaat van bestuur en RvC, en aan de andere kant de rechten van aandeelhouders om niet goed functionerend management te disciplineren.⁴⁰ Deze pendulebeweging is in brede zin zichtbaar waar het aandeelhoudersrechten betreft. Denk aan het oproepen van aandeelhoudersvergaderingen, het ontslagrecht, het agenderingsrecht en het recht op informatie. Daarnaast kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het huidige voornemen strekkende tot verlaging van de meldingsdrempels voor aandeelhouders.⁴¹

Bezien vanuit dat perspectief is de conclusie dat de pendule nu doorslaat in het voordeel van het bestuur en de RvC. Er waait een gure wind voor activistische aandeelhouders die gebruik trachten te maken van hun aandeelhoudersrechten. Dit heeft onder andere te maken met het begrip 'de strategie van de onderneming'. Dit lichten we verder toe.

De activistische aandeelhouder richt zich, zoals gezegd, in de regel op de strategie van de vennootschap. Het is sinds 2007 vaste rechtspraak dat de strategie – "in beginsel" –

34 Die brief is nog steeds te raadplegen op: <https://ftalphaville.ft.com/2007/02/21/2666/tcis-letter-to-abn-amro/>.

35 https://www.tweedy.com/resources/library_docs/general/AkzoLtrToTheBoardMay2017.pdf.

36 Om deze reden zijn de ontvangers van 'Dear Board'-brieven dan ook vaak 'onderpresterende' ondernemingen. In de AkzoNobel-saga omschreef een van de aandeelhouders – Tweedy, Browne, dat al 25 jaar aandeelhouder was – dit treffend, zie de brief van 4 mei 2017 van Tweedy, Browne Company LLC aan de voorzitter van de RvC van Akzo: "Do barbarians only show up at the gates of weak castles? It certainly looks like it. (...). PPG's overture is possible only because the house is not in order. (...)."

37 Zie daarover verder A.F. Verdam, 'Zorgen rond de kwaliteit en invloed van stemadviseurs; naar een andere dynamiek rond de aandeelhoudersvergadering', in: *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap*, ZIFO-reeks nr. 27, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

38 Zie bijvoorbeeld 'Paul Singer, Doomsday Investor', *The New Yorker* 27 augustus 2018, waarin dit uitgebreid aan de orde komt.

39 Zie o.a. P.M. Storm in zijn noot bij HR 9 juli 2010 (ASMI II) in *Ondernemingsrecht* 2010/105, onder 5: "Men zou in de uitspraak van de Hoge Raad ook een rechtspolitiek statement kunnen zien: de pendule, medio negentiger jaren in beweging gezet door de roep om meer aandeelhoudersmacht, lijkt in 2010 terug te zijn gezwaaaid naar (nu iets meer gecontroleerde) functionarissenmacht. Beschermingsmaatregelen (van beperkte strekking) zijn zo slecht nog niet."

40 C.J.C. De Brauw, 'Bescherming van beursvennootschappen: tijd voor herijking op basis van de pijlers van het huidige stakeholdermodel', *Ondernemingsrecht* 2019/94, par. 3.2. Zie tevens L. Timmerman, 'De carrousel van beschermingsmaatregelen', *Ondernemingsrecht* 2018/78.

41 De voorgestelde Wet uitbreiding meldplichten aandeelhouders. Het voorontwerp is te raadplegen via de website www.internetconsultatie.nl.

tot het domein van het bestuur behoort, en dat de algemene vergadering haar opvattingen daarover kan uitdrukken door uitoefening van de haar in de wet en statuten toegekende rechten.⁴² In het Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd is de bedoeling dat te codificeren, voor wat betreft beursgenoteerde nv's.⁴³ Die codificatie "wordt wenselijk geacht, ook om de kenbaarheid daarvan – met name voor Angelsaksisch georiënteerde aandeelhouders – te vergroten".⁴⁴

Kunnen aandeelhouders de via de wet en statuten toegekende rechten in de praktijk effectief uitoefenen? In het huidige klimaat in Nederland valt dat tegen. De belangrijkste rechten en bevoegdheden voor (activistische) aandeelhouders zijn (i) het recht tot agendering, (ii) het recht een algemene vergadering bijeen te roepen en (iii) het recht bestuurders en commissarissen te ontslaan. Dit zijn de rechten waarmee aandeelhouders direct invloed kunnen uitoefenen op het beleid van de vennootschap. Het zijn ook de rechten waarmee onvoldoende functionerend management kan worden gedisciplineerd.

3.2 De belangrijkste horde voor de aandeelhouder: strategie behoort tot domein bestuur

De eerste grote horde is dat het bestuur zich in discussies met de aandeelhouder op het standpunt zal stellen dat het aangedragen onderwerp de strategie betreft, en dat het bestuur, en niet de aandeelhouders, daarover gaat.

Wat is die strategie dan precies?⁴⁵ Dat is niet geheel duidelijk, maar men kan ervan uitgaan dat nagenoeg alle onderwerpen die activistische aandeelhouders aan de orde willen stellen – in ieder geval volgens het bestuur – onder de noemer 'strategie' zullen vallen. Strategische onderwerpen zijn dan bijvoorbeeld: de markten waarop de vennootschap zich richt, de producten die de vennootschap ontwikkelt, belangrijke investeringen en desinves-

tingen, belangrijke allianties met strategische partners, en de langetermijnwaardcreatie.⁴⁶

In Akzo⁴⁷ verwijst de Ondernemingskamer, voor wat betreft de maatstaf die het bestuur moet hanteren bij het formuleren van de strategie, naar het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming, zijnde de door de Hoge Raad in de Cancun-beschikking geformuleerde invulling van het vennootschappelijk belang.⁴⁸ Olaerts heeft opgemerkt dat daarmee de koppeling tussen het vennootschappelijk belang en de strategie is gelegd.⁴⁹

In Boskalis/Fugro overweegt de Hoge Raad vervolgens omtrent het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming:

"Dat belang kan de invoering, handhaving of beëindiging meebrengen van een bepaalde inrichting van de (vennootschappelijke) organisatie. Daarbij geldt dat iedere vennootschap binnen de grenzen van de wet vrij is haar (vennootschappelijke) organisatie naar eigen inzicht in te richten (...). Voor zover bevoegdheden omtrent de inrichting van de (vennootschappelijke) organisatie toekomen aan het bestuur, valt de uitoefening daarvan samen met het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap [onderstreping auteurs]."⁵⁰

Ook de inrichting van de vennootschappelijke organisatie is in een dergelijk geval dus strategie, en is (dus) aan het bestuur, aldus de Hoge Raad.⁵¹ Deze brede kijk op strategie past thans in de visie van veel auteurs.⁵² Een conclusie kan zijn dat de aandeelhouder daarmee buitenspel staat op de vlakken die er werkelijk toe doen, tenzij het bestuur in een voorkomend geval toeschietelijk is.

42 Uit HR 13 juli 2007, NJ 2007/434; JOR 2007/178 (ABN AMRO) volgt dat het bepalen van de strategie van een vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur, dat de RvC daarop toezicht houdt en dat de algemene vergadering haar opvattingen ter zake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in de wet en statuten toegekende rechten. In gelijke zin: HR 9 juli 2010 (r.o. 4.4.1), NJ 2010/544; JOR 2010/228 (ASMI); HR 20 april 2018 (r.o. 3.3.6), NJ 2018/331; JOR 2018/142 (Boskalis/Fugro). Zie ook Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 17 januari 2007, RO 2007/26; JOR 2007/42 (Stork); Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 mei 2017 (r.o. 3.9), RO 2017/60; JOR 2017/261 (AkzoNobel). Zie over de strategie tevens Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/139. Zie eerder en anders (wellicht hoopvol) nog J.W. van der Staay, 'Aandeelhoudersactivisme: op zoek naar een nieuw evenwicht?', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Deventer: Kluwer 2007, p. 239: "Een bestuur met (overdreven) eigendunk zal wellicht het standpunt innemen dat strategie het exclusieve domein is van het bestuur en dat aandeelhouders daarvan moeten wegblijven. Dat is waarschijnlijk geen wijze positionering."

43 Zonder 'in beginsel' ("is daaronder in ieder geval begrepen het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap", voorstel voor art. 2:129 lid 1 BW in fine).

44 Kamerstukken II 2019/20, 35 367, nr. 3, p. 10.

45 Zie daarover verder B.F. Assink, 'Aandeelhouders en strategie na Boskalis/Fugro', in: *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap*, ZIFO-reeks nr. 27, Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 37 e.v.

46 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/139. Zie tevens de voorbeelden in Assink 2019, voetnoot 29.

47 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 mei 2017, JOR 2017/261 (AkzoNobel), r.o. 3.11-3.12.

48 Zie HR 4 april 2014, NJ 2014/286; JOR 2014/290 (Cancun).

49 M. Olaerts, 'Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?', *Ondernemingsrecht* 2017/113. Zie ook De Brauw, die de strategie beschouwt als het anker voor de taakvervulling van het bestuur en de RvC met het oog op het bestendige succes van de onderneming – en in geval van een overname als de basis voor de beoordeling van het (al dan niet vriendelijke) bod (VDHI nr. 143 2017/5.1.8.1.1). Zie tevens Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/139.

50 HR 20 april 2018, NJ 2018/331; JOR 2018/142 (Boskalis/Fugro), r.o. 3.3.6.

51 Boskalis had betoogd dat de Antilliaanse beschermingsconstructie in kwestie een punt van *governance* van de onderneming betrof, en niet "de strategie in eigenlijke zin; markten, productie, contracten, business model". Zie Hof Den Haag 31 mei 2016, JOR 2016/181, m.nt. Nowak, r.o. 18, en HR 20 april 2018, NJ 2018/331; JOR 2018/142 (Boskalis/Fugro), r.o. 3.3.6.

52 O.a. L. Timmerman, 'De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen', *TvOB* 2018/248, p. 15, zie tevens Assink 2019, p. 38, en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/139. De theoretische discussie of de statuten kunnen bepalen dat de bevoegdheid tot het bepalen van de strategie bij de algemene vergadering berust laten we hier buiten beschouwing, nu wij niet bekend zijn met beursvennootschappen die iets dergelijks in hun statuten hebben staan en er onzes inziens ook weinig animo zal bestaan om dat te veranderen. Zie over deze discussie tevens Assink 2019.

Hoe hoog deze beschermingswal is blijkt ook uit de inperking van in de wet verankerde aandeelhoudersrechten zoals het recht de commissarissen en bestuurders te ontslaan, punten te agenderen voor de algemene vergadering of het recht een vergadering bijeen te roepen. Daarover het volgende.

3.3 De belangrijkste juridische middelen voor de (activistische) aandeelhouder

3.3.1 Ontslag commissarissen en bestuurders

Het recht van de algemene vergadering om bestuurders en commissarissen te ontslaan is een kernbevoegdheid van de algemene vergadering. De wet zegt ten aanzien van bestuurders zelfs dat de algemene vergadering bestuurders 'te allen tijde' kan ontslaan,⁵³ en hetzelfde wordt aangenomen voor commissarissen.⁵⁴

Dat dit recht in de praktijk niet 'te allen tijde' kan worden uitgeoefend blijkt uit de procedure rondom Akzo over het bijeenroepingsrecht. Aanleiding voor de procedure bij de Ondernemingskamer was het verzoek van aandeelhouder Elliott aan het bestuur en de RvC van Akzo om een BAVA bijeen te roepen om te stemmen over het ontslag van de toenmalige voorzitter van de RvC. Elliott deed dit verzoek samen met andere aandeelhouders, en tezamen hielden zij meer dan 10% van de aandelen, waardoor zij voldeden aan het kapitaalsvereiste voor een dergelijk verzoek.⁵⁵

Akzo weigerde deze BAVA bijeen te roepen, omdat het voorgestelde agendapunt 'onverantwoordelijk, disproportioneel, schadelijk en niet in het belang van AkzoNobel, haar aandeelhouders en andere stakeholders is'. Elliott verzocht de Ondernemingskamer vervolgens – onder andere – om Akzo te bevelen een BAVA bijeen te roepen waarin het ontslag van de voorzitter van de RvC als agendapunt zou worden behandeld.

De kernvraag die bij de Ondernemingskamer voorlag: was de weigering van het bestuur om een BAVA bijeen te roepen, een gegronde reden om te twijfelen aan juist beleid? Het antwoord was nee; de verzoeken van Elliott c.s. werden afgewezen. Daarbij werd in het midden gelaten of Elliott c.s. het recht hadden om een aandeelhoudersvergadering bijeen te doen roepen en of dat recht was geschonden.⁵⁶

De Ondernemingskamer oordeelde dat Akzo het verzoek van Elliott om een BAVA bijeen te roepen om te stemmen over het ontslag van de voorzitter van de RvC mocht afwijzen. Het lag volgens de Ondernemingskamer 'voor de hand' dat het agendapunt niet beoogde het individuele functioneren van de voorzitter ter discussie te stellen, maar om AkzoNobel te bewegen tot overnameonderhandelingen met bieder PPG – en daarmee over de strategie van Akzo, aldus de Ondernemingskamer.

De vraag is of dat uitmaakt – en zo ja, wat er dan nog overblijft van de kernbevoegdheid van de algemene vergadering dat zij bestuurders en commissarissen 'te allen tijde' kan ontslaan. Van die kernbevoegdheid zal de algemene vergadering immers ook, vooral en bij uitstek gebruik willen maken in geval van onenigheid over de strategie. Elliott c.s. werden in dit geval door Akzo afgehouden van het uitoefenen van een aan de algemene vergadering opgedragen kernbevoegdheid⁵⁷ juist doordat Akzo weigerde de BAVA te beleggen. De Ondernemingskamer oordeelde vervolgens dat haar interpretatie van de motieven van Elliott c.s. achter de toekomstige en mogelijke uitoefening van dit recht⁵⁸ meebracht dat het handelen van het bestuur en de RvC van Akzo geen gegronde reden was voor twijfel aan een juist beleid.

Dat gaat wat ons betreft best ver. Dit roept namelijk de vraag op in welke gevallen een aandeelhouder het bestuur of de RvC dan wel kan ontslaan. Dat zal bij evidente gevallen zoals fraude voor zich spreken, maar bij een voorgenomen ontslag wegens niet goed functioneren zal de grens met de te voeren strategie waarschijnlijk moeilijk te markeren zijn. Er blijven dus maar beperkte gevallen over waar het ontslag – in het licht van de Akzo-beschikking – mogelijk zou zijn. Anders gezegd, de vennootschap zal bij elk verzoek van een aandeelhouder om het ontslag van een bestuurder of lid van de RvC (of de RvC als geheel) aanvoeren dat niet het disfunctioneren de reden tot het ontslag is maar dat de werkelijke reden gelegen is in het feit dat de aandeelhouder zich niet in de strategie kan vinden. Als algemene regel gaat dit wat ons betreft dus te ver. Het spreekt voor zich dat dit per geval zal verschillen, maar de motivering van de Ondernemingskamer in Akzo zet de aandeelhouder in die discussie in ieder geval op flinke achterstand.

3.3.2 BAVA bijeenroepen

Na de eerste mislukte poging bij de Ondernemingskamer om een BAVA bijeen te doen roepen, bewandelt Elliott de wettelijke route bij de voorzieningenrechter om zo alsnog een BAVA af te dwingen.

53 Art. 2:134 lid 1 BW. Dit recht kan worden uitgeoefend door degene die bevoegd is tot benoeming; hier wordt verondersteld dat dat de algemene vergadering is.

54 Zie art. 2:144 lid 1 BW. Dit lid vermeldt niet 'te allen tijde'; aangenomen wordt dat dit niettemin geldt. Zie o.a. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/417*; J.B. Huizink, in: *GS Rechtspersonen*, art. 2:144 BW, aant. 2.5 (2018); en W.J. Slagter & B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013, p. 766.

55 Art. 2:110 lid 1 BW; Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 mei 2017, *JOR 2017/261*, r.o. 2.35.

56 Zie daarover F.M. Peters & F. Eikelboom, 'De strijd over het agenderingsrecht tussen Elliott en Akzo', *WPNR 2017/7156*. Zie ook r.o. 3.28, laatste zin. Zie tevens J.H.M. Willems, 'Mogen aandeelhouders strategische onderwerpen agenderen?', *Ondernemingsrecht 2017/116*.

57 Zie o.a. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/3*.

58 Zie r.o. 3.28: "Tegen die achtergrond ligt het voor de hand dat het agenderen van het ontslag van Burgmans in wezen niet beoogt zijn individuele functioneren ter discussie te stellen, maar bedoeld is als middel om AkzoNobel te bewegen tot onderhandelingen met PPG, gericht op een overname door PPG."

Elke aandeelhouder die alleen of gezamenlijk ten minste 10% van het kapitaal in een nv houdt, kan het bestuur verzoeken een algemene vergadering bijeen te roepen. In het geval het bestuur dit weigert, kan deze aandeelhouder de voorzieningenrechter verzoeken hem te machtigen zelf tot bijeenroeping over te gaan. De voorzieningenrechter verleent de machtiging als verzoekers een 'redelijk belang' hebben bij het houden van de vergadering (art. 2:110/111 BW). Het wettelijk voorschrift van art. 2:111 BW brengt – naar de letter daarvan – met zich dat slechts summierlijk hoeft te blijken dat de verzoekende aandeelhouders een redelijk belang hebben om de BAVA bijeen te roepen.⁵⁹

Het begrip redelijk belang dient onzes inziens, mede gezien het karakter van de procedure, beperkt te worden uitgelegd.⁶⁰ Dat geldt te meer nu de aandeelhouders in het geval van Akzo uit waren op het uitoefenen van een van hun kernbevoegdheden, hetgeen de vennootschap om haar moverende redenen trachtte tegen te houden. Zoals Nowak echter terecht constateert in zijn noot onder het vonnis, gaat de voorzieningenrechter vaak verder dan de tekst van de wet:⁶¹

“De voorzieningenrechter heeft vaak de neiging om de onderliggende machtsstrijd tussen bestuur en aandeelhouders (c.q. tussen aandeelhouders onderling) bij de beoordeling van een machtigingsverzoek te betrekken. Het resultaat is dan een meer integrale afweging van het belang van verzoekers bij het houden van een vergadering tegenover het belang van de vennootschap om dat niet te doen.”

Dat gebeurt ook hier. Ook de voorzieningenrechter wijst het verzoek af, omdat het prematuur zou zijn.⁶² Het is opmerkelijk dat de voorzieningenrechter hierbij het expliciete wettelijke criterium (dat alleen summierlijk hoeft te blijken van een redelijk belang) overboord lijkt te zetten, zonder dat te motiveren.⁶³ Ook los van dit motiveringsgebrek is dit onzes inziens een onjuist oordeel.

Hoewel Elliott dus gebruik trachtte te maken van de aan haar in de wet en de statuten toegekende aandeelhoudersrechten, ving zij zowel bij de Ondernemingskamer als bij de voorzieningenrechter bot; in beide gevallen door rechterlijke uitleg van open normen. Dit is moeilijk te vereenzelvigen met de grondgedachte dat een aandeelhouder zijn kernbevoegdheden effectief moet kunnen uitoefenen.

59 Art. 2:111 BW.

60 Zie in gelijke zin Asser/*Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/33, Nowak in zijn noot onder Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260 (*Elliott/Akzo*) en vgl. Peters & Eikelboom, *WPNR* 2017/7156. Anders: Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260 (*Elliott/Akzo*).

61 Zie Nowak in zijn noot onder Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260.

62 Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260, m.nt. Nowak (*Elliott/Akzo*).

63 Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260, m.nt. Nowak (*Elliott/Akzo*), r.o. 4.5.

3.3.3 Agenderingsrecht/moties

Aandeelhouders die alleen of gezamenlijk ten minste 3% (of zo veel lager als in de statuten is bepaald) van het geplaatste kapitaal van een nv (of een beurs-bv)⁶⁴ houden, kunnen tot 60 dagen voor een algemene vergadering het bestuur verzoeken om onderwerpen op de agenda van die vergadering te plaatsen. In het kader van de onder par. 3.1 al genoemde pendulebeweging merken we daarbij op dat het voorheen ging om een drempel van 1%; die drempel is op 1 juli 2013 verhoogd naar 3%.

Dit zullen veelal onderwerpen zijn die tot de bevoegdheid van de algemene vergadering behoren, die dan op verzoek van de aandeelhouder als stempunt dienen te worden geagendeerd, zodat daarover een besluit kan worden genomen. Maar het kunnen ook onderwerpen zijn die niet tot de bevoegdheid van de algemene vergadering behoren, die dan niet als stempunt maar slechts als bespreekpunt (discussiepunt) kunnen worden geagendeerd. Het bestuur is in beginsel gehouden het verzochte onderwerp op de agenda te plaatsen als aan de vereisten van art. 2:114a BW is voldaan.

In de literatuur zijn diverse argumenten aangereikt om agenderingsverzoeken te weigeren.⁶⁵ Een agenderingsverzoek dat in strijd is met de redelijkheid en billijkheid kan “in uitzonderlijke gevallen” worden geweigerd, aldus de Hoge Raad in *Boskalis/Fugro*.⁶⁶ In *Boskalis/Fugro* had Boskalis het bestuur gevraagd het onderwerp afbreken van bescherming van de dochter van Fugro, te agenderen “als onderwerp waarover het standpunt van de aandeelhouders zal worden gepeild, in die zin dat aan de aandeelhouders de gelegenheid wordt geboden om door middel van het uitbrengen van een stem tot uitdrukking te brengen of zij vóór of tegen de in het agendapunt opgenomen aanbeveling zijn.” De Hoge Raad oordeelde dat de vennootschap niet verplicht kan worden een onderwerp dat een aangelegenheid is van het bestuur ter stemming op te nemen in de agenda van de algemene vergadering. Daarbij doet, aldus de Hoge Raad, niet ter zake dat die stemming geen rechtsgevolg heeft en wordt betiteld als een informele stemming, een aanbeveling, een motie of een peiling.⁶⁷

Een onderwerp dat raakt aan de strategie behoort (dus) niet tot de bevoegdheid van de algemene vergadering en wordt dus niet als stempunt op de agenda geplaatst. Aandeelhouders kunnen slechts onderwerpen ter stemming doen agenderen voor zover de algemene vergadering be-

64 Art. 2:187 BW.

65 Bijv. L. Timmerman, ‘De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen’, *TvOB* 2018/248.

66 Zie tevens P.J. van der Korst, ‘Bestuur en algemene vergadering’, *Ondernemingsrecht* 2019/81, onder 7.

67 Zie hieromtrent uitgebreider E.J. Breukink, ‘Reikwijdte agenderingsrecht van kapitaalverschaffers’, *Ondernemingsrecht* 2019/18 en Hof Den Haag 31 mei 2016, *JOR* 2016/181, m.nt. Nowak.

voegd is daarover besluiten te nemen.⁶⁸ Iedere aandeelhouder kan ter vergadering aan de voorzitter het woord vragen en (na het woord verkregen te hebben) een standpunt innemen over een kwestie die verband houdt met een agendapunt.

Vervolgens kan de aandeelhouder de voorzitter verzoeken over het ingenomen standpunt een peiling van de standpunten te houden, d.w.z. een stemming/telling van kapitaaltaandeel waaruit blijkt welk deel van het kapitaal voor zijn standpunt is. De aandeelhouder die zo'n verzoek doet, dient een motie in. De voorzitter was tot aan de Fugro-uitspraak in beginsel gehouden zo'n verzoek in te willigen als het onderwerp in kwestie voldoende samenhang vertoont met het aan de orde zijnde agendapunt of betrekking heeft op het functioneren of het beleid van het bestuur of de RvC.⁶⁹

De Hoge Raad heeft zich in Fugro gezien de casus niet hoeven uit te laten over de vraag of de voorzitter ter vergadering de verplichting heeft om een ter vergadering ingediende motie toe te laten. A-G Timmerman schrijft daarover dat de voorzitter zich zal *“dienen te realiseren dat hij niet verplicht is om een stemming van standpunten toe te staan, als die niet in de bij de oproeping verzonden agenda zijn opgenomen”*.⁷⁰

Dit roept de vraag op of de Hoge Raad heeft geoordeeld dat de verplichting van de voorzitter om een ter vergadering ingediende motie in stemming te brengen hiermee van de baan is. Het antwoord op die vraag kan in het midden blijven, want met Boskalis/Fugro in de hand zal de voorzitter (vrijwel altijd de president-commissaris) van een algemene vergadering van een beursvennootschap niet snel een motie toelaten als daar enig 'gevaar' van te duchten is voor het bestuur en de RvC. Kortom: de motie, zoals nog gebruikt door TCI ten tijde van ABN AMRO, zullen we onzes inziens niet snel terugzien.⁷¹

3.4 Tussenconclusie

Onze tussenconclusie is daarom dat de belangrijkste juridische rechten die de activistische aandeelhouder in theorie heeft, in de praktijk niet steeds effectief kunnen wor-

den uitgeoefend. In het volgende hoofdstuk bespreken wij welke juridische rechten de aandeelhouder nog resteren.

4. Welke juridische rechten resteren de aandeelhouder nog?

4.1 Agendering strategie als bespreekpunt/discussiepunt (zonder stemming)

Zoals hiervoor besproken behoort de motie waarbij gestemd wordt over de strategie tot het verleden. De agendering van de strategie als discussiepunt, zij het zonder stemming, behoort nog wel tot de mogelijkheden.⁷² Een aandeelhouder kan bij het verzoek tot agendering van de strategie als discussiepunt een toelichting voegen met een standpuntbepaling, met het verzoek die toelichting volledig in de agenda op te nemen. Het bestuur is dan in beginsel verplicht (de strekking of samenvatting van) de toelichting bij het bespreekpunt ook in de agenda te vermelden. Dit zal mogelijk – ook zonder peiling of stemming – van grote invloed kunnen zijn op de koers van het bestuur.⁷³

4.2 Informatierechten

Art. 2:107 lid 2 BW bepaalt dat het bestuur en de RvC aan de algemene vergadering alle verlangde inlichtingen verschaffen, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet. In beginsel gaat het in dit artikel om inlichtingen die ter vergadering worden gevraagd en om inlichtingen over de financiële en operationele situatie van de vennootschap, zodat de algemene vergadering tot een voldoende gefundeerde besluitvorming kan komen.

Dit recht op inlichtingen werd in het verleden door (beurs)ondernemingen nogal eens 'zuinigjes gehonoreerd'.⁷⁴ Dat is er vooralsnog niet veel beter op geworden. Het voornaamste aanknopingspunt is sindsdien het ASMI-arrest.⁷⁵ In ASMI oordeelde de Hoge Raad kort gezegd dat het recht op inlichtingen een recht is van de algemene vergadering als orgaan van de vennootschap, verleend met het oog op vennootschappelijke rekening en verantwoording, maar dat iedere aandeelhouder in de algemene vergadering het recht heeft zelfstandig vragen te stellen, oftewel inlichtingen te vragen. Daarbuiten hebben aandeelhouders geen recht op het verstrekken van door hen afzonderlijk verlangde informatie.⁷⁶ Een informatierecht buiten vergade-

68 HR 20 april 2018, NJ 2018/331; JOR 2018/142 (Boskalis/Fugro) en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/56. Zie eerder over deze materie J.H.M. Willems, 'Mogen aandeelhouders strategische onderwerpen agenderen?', *Ondernemingsrecht* 2017/116.

69 Zie voor literatuurverwijzingen E.J. Breukink, 'Reikwijdte agenderingsrecht van kapitaalverschaffers', *Ondernemingsrecht* 2019/18, voetnoot 14.

70 Conclusie A-G Timmerman voor Boskalis/Fugro, onder 4.83.

71 TCI had het bestuur van ABN AMRO voorafgaand aan de algemene vergadering verzocht enkele onderwerpen betreffende de strategie als standpunt te agenderen. Het bestuur van ABN AMRO deed dat, maar gaf in een toelichting aan dat alle standpunten die de algemene vergadering met betrekking tot de strategie naar voren zou brengen en eventuele stemmings daarover uitsluitend de status van advies zouden hebben (en derhalve niet bindend waren voor het bestuur) (zie Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/56 sub c).

72 Zie ook de conclusie van A-G Timmerman voor Boskalis/Fugro, onder 4.27. Zie tevens P.J. van der Korst, 'Bestuur en algemene vergadering', *Ondernemingsrecht* 2019/81, onder 7.

73 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/56 sub d.

74 J.W. van der Staay, 'Aandeelhoudersactivisme: op zoek naar een nieuw evenwicht?', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Deventer: Kluwer 2007, p. 245.

75 HR 9 juli 2010, NJ 2010/544; JOR 2010/228 (ASMI), r.o. 4.6.

76 Timmerman was in zijn conclusie voor ASMI weinig positief over een informatierecht buiten de AV. Zie onder 3.6.6 van die conclusie.

ring is tot op heden uitsluitend aangenomen in besloten verhoudingen.⁷⁷

Of een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich voordoet, is ter beoordeling van het bestuur en de RvC. De algemene vergadering komt niet de bevoegdheid toe daarover te beslissen.⁷⁸ Aan de weigering tot het verschaffen van de gevraagde inlichtingen zijn geen specifieke consequenties verboden. De beantwoording van door aandeelhouders gestelde vragen loopt daarnaast nogal eens stuk op een discussie of de gestelde vragen 'relevant' zijn, en niet zozeer op het zwaarwichtige belang dat zich tegen beantwoording zou verzetten.⁷⁹ Kortom, het recht is er in theorie, maar in de praktijk is het een weinig effectief middel voor de activistische aandeelhouder.

4.3 Het onthouden van decharge

Met de jaarlijkse decharge tekent de algemene vergadering namens de vennootschap af op het gevoerde beleid en het gevoerde toezicht door respectievelijk de bestuurders en de commissarissen over het afgelopen boekjaar van de vennootschap. In 2014 signaleerde Abma: "Stempunt over decharge wordt vaker aangegrepen om 'proteststem' uit te brengen".⁸⁰ Door het niet verlenen van decharge aan bestuurders en/of commissarissen, uiten aandeelhouders steeds vaker hun ongenoegen over het handelen c.q. toezicht houden door het bestuur respectievelijk de commissarissen. Abma schreef destijds dat deze trend sinds 2009 is gecontinueerd. Bij ASMI (2008) en Witte Molen (2013) was 'onemigheid over het gevoerde beleid' de reden om geen decharge te verlenen aan het bestuur.

Ook daarna lijkt die trend gecontinueerd. In het afgelopen jaar, 2019, maakten aandeelhouders opnieuw via het niet verlenen van decharge hun ongenoegen duidelijk over het gevoerde beleid en/of toezicht. Het ging zowel om ING Groep (bestuur én RvC) als om SBM Offshore (alleen RvC).⁸¹ In landen zoals het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Zwitserland is het gebruikelijk dat een beursvennootschap na afloop van de algemene vergadering waarin een bestuursvoorstel is verworpen, aangeeft welke maatregelen de vennootschapsleiding neemt om de zorgen van

aandeelhouders weg te nemen. Opvallend is dat zowel ING Groep als SBM Offshore na afloop van de algemene vergadering niet (direct) een publiek statement publiceerden over de interpretatie van het stemresultaat over de decharge van het bestuur en/of de RvC.⁸²

In het huidige jaar, 2020, uitten aandeelhouders wederom hun ongenoegen en werd bij Vastned decharge onthouden aan het bestuur; voor de RvC gold dat 'slechts' 49.47% van de aandeelhouders tegen de decharge stemden.⁸³ Bij Lavide Holding werd de decharge voor zowel het bestuur als de RvC niet geagendeerd.⁸⁴ Verwezen zij ook naar de evaluatie van Eumedion van het AVA-seizoen 2020.⁸⁵

De corrigerende werking van het niet verlenen van decharge moet echter niet overdreven worden. Het bestuur zal het uiteraard vervelend vinden, maar bloed zal er in de praktijk niet snel uit vloeien.

5. Tot slot

5.1 Waarheen?

Al met al is het vooruitzicht in Nederland voor een activistische aandeelhouder niet al te vrolijk, want de wind die hier in Nederland voor hen waait is guur. De wettelijke aandeelhoudersrechten zijn bij de rechter moeilijk af te dwingen; vaak lopen het recht om een BAVA bijeen te roepen, het recht om een bestuurder of commissaris te ontslaan en het agenderingsrecht stuk op het uitgangspunt dat het bestuur over de strategie van de onderneming gaat. Het informatierecht van de aandeelhouder en de jaarlijkse decharge zijn in de praktijk niet bepaald sterke rechten waar de aandeelhouder iets mee kan bereiken.

Door een aantal auteurs zijn de meest recente bewegingen van de pendule beschreven.⁸⁶ Rond de millenniumwisseling was er sprake van een machtsverschuiving van bestuur en RvC naar de aandeelhouder. Dit werd gevolgd door een reeks gevallen van (wellicht te) enthousiaste gebruikmaking van aandeelhoudersrechten door bepaalde financiële investeerders ('offensief aandeelhoudersactivisme'), hetgeen sinds 2007 – ABN AMRO – weer heeft geresulteerd in een reeks

77 Zie daarover de noot van P.L. Hezer onder Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 27 februari 2020, *JOR* 2020/203, onder 5 e.v.

78 *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/6.

79 J.W. van der Staay, 'Aandeelhoudersactivisme: op zoek naar een nieuw evenwicht?', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Deventer: Kluwer 2007, p. 245.

80 R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2014', *Ondernemingsrecht* 2014/120, in par. 3 getiteld "Stempunt over decharge wordt vaker aangegrepen om 'proteststem' uit te brengen".

81 Bij beide vennootschappen ging het om bezoldigingsgerelateerde kwesties. Daarnaast ging het bij ING Groep om de door het Openbaar Ministerie opgelegde boete van EUR 775 miljoen aan ING Bank. De aandeelhouders van ING rekenden het bestuur van ING Groep zwaar aan dat er binnen haar dochtermaatschappij ten minste zes jaar lang een cultuur heerste van 'business boven compliance'.

82 ING Groep publiceerde op 8 augustus 2019 wel een brief waarin de bestuursvoorzitter en de president-commissaris het stemresultaat interpreteren en beschrijven welke acties de vennootschap neemt om de zorgen van de aandeelhouders te adresseren.

83 https://vastned.com/Upload/2020.06.25_AvA_Stemuitslagen-FY-2019-NL.pdf;

<https://www.veb.net/artikel/07641/motie-van-wantrouwen-bij-vastned>.

84 <https://www.lavideholding.com/ava-lavide-was-hoopvol-gestemd/>.

85 <https://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Evaluation-AGM-season-2020-def.pdf?v=200715081923>.

86 Zie hierboven in par. 3.1.

heldere jurisprudentie van de Hoge Raad die het bestuur en de RvC meer autonomie geeft.⁸⁷

De vraag is waar we dan nu heen moeten. De interpretatie die in sommige meer recente lagere rechterlijke oordelen wordt gegeven met betrekking tot de kernbevoegdheden van de algemene vergadering verhoudt zich soms moeizaam met de wettekst, en in sommige gevallen met de (inmiddels geïmplementeerde) herziene Aandeelhoudersrichtlijn.⁸⁸ Hoewel de huidige verdeling van rechten niet direct het beeld oproept van aandeelhouders die te veel macht zouden hebben, wordt er daarnaast door sommigen nog steeds geijverd voor een nog verdergaande versteviging van de macht van het bestuur en de RvC.

Dat is het meest zichtbaar in de wens om de wettelijke bedenktijd van 250 dagen in te voeren (los van de bestaande 180 dagen responstijd uit de Code).⁸⁹ Dat roept de vraag op of de mogelijkheden die Nederlandse beursvennootschappen op dit moment al hebben om zich te beschermen niet afdoende zijn. De MvT bij het wetsvoorstel⁹⁰ onderbouwt niet waarom dit het geval is.⁹¹ Empirische gegevens in Nederland kunnen een dergelijke stelling ook niet onderbouwen. Eerder het tegenovergestelde, nu alle recente ongewenste avances van activistische aandeelhouders zijn gestrand ofwel op de bestaande beschermingsconstructies ofwel op het gegeven dat de aandeelhouder nul op het rekest kreeg bij de rechter, zoals hierboven uiteengezet.⁹²

Met de wettelijke bedenktijd drijft Nederland verder af van de ideeën achter de herziene Aandeelhoudersrichtlijn.⁹³ Het doel daarvan is onder andere om de rechten van aandeelhouders van beursvennootschappen te versterken. Het uitgangspunt in de richtlijn is dat een effectieve en duurzame

aandeelhoudersbetrokkenheid een van de hoekstenen is van het corporategovernancemodel van beursgenoteerde vennootschappen, dat is gebaseerd op controlemechanismen tussen de verschillende organen en belanghebbenden. Een grotere betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance is een van de middelen die kunnen bijdragen tot een verbetering van de financiële en niet-financiële prestaties van vennootschappen, aldus de richtlijn.

5.2 Afsluiting

De conclusie is dat de krachtigste aandeelhoudersrechten in Nederland in de praktijk, waar het beursvennootschappen betreft, zijn verworven tot papieren tijgers. Activistische aandeelhouders in beursvennootschappen zijn in veel gevallen aangewezen op meer symbolische aandeelhoudersrechten, zoals het onthouden van decharge.

Sommigen zal dat als muziek in de oren klinken: 'mission completed'; weg met de bemoeizuchtige sprinkhanen en de *wolf packs*, en met hun onwelgevallige kritiek en ideeën.

Die conclusie is echter te kort door de bocht en te simplistisch. Als we niet oppassen, ligt in Nederland alle macht en de veronderstelde wijsheid over de strategie van de onderneming uitsluitend bij het bestuur en de RvC, zonder behoorlijk en gezond tegenwicht van aandeelhouders, activistisch of niet. Dat is naar onze overtuiging een ongewenste situatie.

⁸⁷ Zie ook uitgebreid J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas. De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 94) (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2014, m.n. par. 9.2 en F.G.K. Overkleef, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 103) (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2017, m.n. hfdst. 6.

⁸⁸ Zie in gelijke zin P.J. van der Korst, 'Bestuur en algemene vergadering', *Ondernemingsrecht* 2019/81. Zie hierover ook B. Elion, 'De herziene Richtlijn Aandeelhoudersrechten in Nederland, Tijd voor heroriëntatie op de bevoegdheidsverdeling binnen Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen?', *MvO* 2018/1&2, p. 10 e.v.

⁸⁹ Het wetsvoorstel (Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het invoeren van een bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap, *Kamerstukken I* 2020/21, 35 367) is op 8 september 2020 aangenomen door de Tweede Kamer, en ligt nu bij de Eerste Kamer.

⁹⁰ *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3.

⁹¹ Zie (destijds over de MvT bij het voorontwerp) ook H.M. Vletter-van Dort, 'De bedenktijd: naïef of noodzaak?', *Ondernemingsrecht* 2019/161, onder 4.

⁹² Zie over het gebrek aan empirische voorbeelden in Nederland ook het interview met Huub Willems, 'We hoeven niet bang te zijn voor het al te grove kapitalisme', *FD* 20 mei 2017 ("als inderdaad sprake mocht zijn in enig concreet geval van een geslaagde overname die je achteraf als onwenselijk zou kunnen aanmerken, noem mij dan eens een voorbeeld in dit land?").

⁹³ Zie o.a. de in par. 2.3 geciteerde overweging 14 van de herziene Aandeelhoudersrichtlijn. Zie daarnaast, over de mogelijke strijdigheid van de wettelijke bedenktijd met Europees recht: R. Traas, 'De voorgestelde wettelijke bedenktijd: een (on)gerechtvaardigde belemmering?', *MvO* 2019/5.4.