

9 | Rechterlijke toetsing van corporate governance

Ellen Soerjatin

1. Inleiding

De Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de Code) geeft uiting aan de ‘in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging’. De Hoge Raad heeft dit in een aantal zaken (ABN AMRO¹, ASMI²) bevestigd. Dat betekent dat de Code mede inhoud geeft aan de open normen van art. 2:8 BW en art. 2:9 BW. Het eerste artikel bepaalt dat degenen die bij een vennootschap zijn betrokken zich tegenover elkaar moeten gedragen in lijn met de eisen van de redelijkheid en billijkheid. Het tweede artikel bevat de verplichting voor de bestuurder c.q. commissaris tegenover de vennootschap om zijn taak behoorlijk te vervullen.

Dat corporate governance een kwestie van maatwerk is, blijkt uit het onderliggende beginsel van de Code: ‘*comply or explain*’. In de corporate governance-paragraaf van het jaarverslag geeft de vennootschap aan op welke wijze de Code in het afgelopen jaar is toegepast en, bij niet toepassing, licht zij toe waarom dat het geval is. Onder omstandigheden is afwijking van de Code gerechtvaardigd. Daarvoor is wel een goede uitleg vereist. De Monitoring Commissie heeft voor haar derde rapport over de naleving van de Code (december 2011) onder meer onderzoek gedaan naar de kwaliteit van die uitleg.³ In de praktijk blijkt de uitleg te variëren van geen uitleg of een nietszeggende uitleg tot een volledig gerechtvaardigde uitleg. Als een uitleg ontbreekt, wordt de Code in feite niet nageleefd. Uiteindelijk is het de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: de AVA) die beslist of zij genoeg neemt met een uitleg over de afwijking. Als een aandeelhouder het niet eens is met de wijze van naleving van de Code, heeft hij verschillende middelen. Mits een aandeelhouder voldoende aandelen houdt, kan hij voorstellen doen voor de agenda van de AVA. De AVA kan, mits met voldoende stemmen, een voorstel tot decharge aan bestuurders en commissarissen afwijzen, invloed uitoefenen op het beloningsbeleid, of (als die bevoegdheid de AVA wettelijk toekomt) bestuurders en commissarissen ontslaan. Een individuele aandeelhouder die het niet eens is met het beleid kan ‘met de voeten

1 HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434 m.nt. Maeijer, *JOR* 2007/178 m.nt. Nieuwe Weme.

2 HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544 m.nt. Van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228 m.nt. Van Ginneken.

3 Zie ook R. Jeurissen en Edgar Karssing, in ‘*Wat is een goede uitleg? Reflecties op het ‘pas toe of leg uit’-principe*’, in: *Jaarboek Corporate Governance 2011/2012*, Kluwer 2011, p. 167 e.v.

stemmen'. Tot slot kunnen aandeelhouders via de enquêteprocedure om een rechterlijke toets van het beleid vragen.

Gezien dat laatste, kan een bijdrage over de rechterlijke toetsing van corporate governance niet in het Jaarboek Corporate Governance ontbreken. Ik beperk mij - aan de hand van enkele uitspraken - tot de toetsing in de enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam (en in cassatie bij de Hoge Raad). Het enquêterecht neemt in de praktijk van het ondernemingsrecht immers een belangrijke plaats in. Ik licht in paragraaf 2 toe wat het doel en de werking van de enquêteprocedure is. Paragraaf 3 bevat een overzicht van de factoren die de rechter bij zijn toetsing in acht moet nemen. Tot slot passeren in paragraaf 4 enkele uitspraken de revue.

2. De enquêteprocedure

2.1 Doeleinden

De enquêteprocedure kan bij de Ondernemingskamer worden ingezet als er (kort gezegd) geponde vermoedens van wanbeleid zijn bij een rechtspersoon (ik zal mij beperken tot de vennootschap). De enquêteprocedure kent verschillende doeleinden:

- sanering en herstel van gezonde verhoudingen door maatregelen van reorganisatorische aard binnen de onderneming,
- opening van zaken over het beleid en de gang van zaken bij de onderneming, en
- de vaststelling bij wie de verantwoordelijkheid rust voor mogelijk blijvend wanbeleid.

Hoewel verschillende partijen bevoegd zijn om een enquêteprocedure te starten, maken meestal aandeelhouders gebruik van deze mogelijkheid. Een aandeelhouder kan alleen om een enquête verzoeken als hij minimaal 10% van de aandelen houdt of minimaal EUR 225.000 van het nominale kapitaal vertegenwoordigt. Per 1 januari 2013 zal deze drempel verhoogd worden voor aandeelhouders in grote NV's en BV's.⁴ De aandeelhouder van een NV of BV met een geplaatst kapitaal groter dan EUR 22,5 miljoen moet minimaal 1/100 van het geplaatste kapitaal houden of, indien het een beursgenoteerde vennootschap betreft, tenminste EUR 20 miljoen van de beurswaarde vertegenwoordigen. De meerderheid van de enquêteprocedures is gericht tegen een NV of een BV. Het instrument kan echter ook worden ingezet tegen de coöperatie en de onderlinge waarborgmaatschappij, en tegen de stichting en de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid die een onderneming in stand houden. Vanaf 1 januari 2013 kan ook de vennootschap zelf (via het bestuur of de raad van commissarissen) een enquêteprocedure starten.

⁴ Wet van 18 juni 2012 tot wijziging van Boek 2 BW in verband met de aanpassing van het recht van enquête, Stb. 2012, 274.

Vaak is de aanleiding voor een enquêteprocedure een impasse in de besluitvorming of een verschil van inzicht tussen een aandeelhouder en het bestuur (of tussen twee directeuren-groootaandeelhouders onderling) over het beleid. De verzoeker wil een onderzoek naar het beleid en/of een onmiddellijke voorziening. Deze voorziening, die hangende het onderzoek door de Ondernemingskamer kan worden getroffen, is bedoeld om zo'n impasse op te heffen of het *'level playing field'* te herstellen. Zulke voorzieningen zijn ingrijpend en betreffen bijvoorbeeld de bevestiging van besluiten van het bestuur, de AVA of de raad van commissarissen, de schorsing van bestuurders of commissarissen, de benoeming van tijdelijke bestuurders of commissarissen of de tijdelijke overdracht van aandelen aan een derde. Met een onderzoek wil de verzoeker helder krijgen of er inderdaad sprake is van wanbeleid, dat dan met permanente voorzieningen kan worden gerepareerd, meestal door vervanging van bestuurders of commissarissen en/of vernietiging van besluiten die door organen van de vennootschap zijn genomen. Het gros van de zaken (93%) die aan de Ondernemingskamer worden voorgelegd speelt zich overigens af binnen besloten verhoudingen (de BV).

2.2 *Verloop van de procedure*

Het onderzoek - waarvan de vennootschap de (vaak hoge) kosten draagt - wordt verricht door een onafhankelijk onderzoeker; bij grote enquêtes, zoals bij beursvennootschappen, wordt meestal een commissie van onderzoekers benoemd. De onderzoeker heeft grote vrijheid in de wijze waarop hij het onderzoek uitvoert. De onderzoeker bepaalt welke stukken hij wil inzien en welke personen hij wil horen. Dat zijn meestal de bestuurders, de commissarissen, de accountant en andere belangrijke functionarissen van de vennootschap. Het onderzoek wordt afgesloten met een verslag aan de Ondernemingskamer. Betreft het onderzoek een beursvennootschap, dan zal de Ondernemingskamer dit verslag nagenoeg altijd voor het publiek ter inzage leggen. Het komt ook voor dat een beursvennootschap het onderzoeksverslag op de eigen website publiceert. Als uit het onderzoeksverslag blijkt dat sprake is van wanbeleid, dan kan de Ondernemingskamer, op verzoek van onder meer degenen die om het onderzoek hebben verzocht, het oordeel van wanbeleid uitspreken. Daarnaast kan de Ondernemingskamer maatregelen treffen ter opheffing van dat wanbeleid of de nadelige gevolgen daarvan.

Gaat het om een beursvennootschap, dan krijgt de procedure vaak veel (media) aandacht. Bestuurders en commissarissen van vennootschappen die onderwerp van een enquête zijn geweest, schijnen het waardeoordeel van de Ondernemingskamer over hun beleid ('gegronde twijfel aan de juistheid' of 'wanbeleid') als zwaarder en méér persoonsgericht te ervaren dan bijvoorbeeld een uitspraak van de gewone rechter over de onrechtmatigheid van een bepaalde handelwijze van de rechtspersoon. De enquêteprocedure speelt zich immers volledig in de publiciteit af met alle reputatierisico's van dien.

2.3 *Grondslag*

Er bestaat een verschil tussen (a) de vraag of er een onderzoek naar het beleid moet komen en (b) de vraag of sprake is van wanbeleid. Bij het verzoek om een onderzoek hoeft de verzoekende partij alleen maar aannemelijk te maken dat aan de juistheid van het beleid getwijfeld kan worden. De drempel voor de vaststelling van wanbeleid (na afronding van het onderzoek) is (terecht) veel zwaarder. De vraag wat wanbeleid is, is ontwikkeld in de jurisprudentie van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad, en dus min of meer casus gebonden. Zo kan wanbeleid bijvoorbeeld bestaan vanwege een impasse in de besluitvorming, belangenverstrengeling, gebrekkige informatieverstrekking, onverantwoordelijk economisch beleid, handelen in strijd met wet of statuten, schending van corporate governance beginselen of onzorgvuldige behandeling van minderheidsaandeelhouders.

2.4 *Verantwoordelijk of aansprakelijk voor wanbeleid*

De enquêteprocedure is gericht tegen de vennootschap. De vennootschapsorganen (het bestuur en raad van commissarissen) en de individuele leden daarvan zijn strikt genomen geen partij bij de procedure. Toch zullen bestuurders en commissarissen zich steeds moeten afvragen (en zich moeten laten adviseren) of het van belang is om in de enquêteprocedure te verschijnen om zelfstandig verweer te voeren. Besluiten zij te verschijnen dan moeten zij er rekening mee houden dat het eventuele wanbeleidoordeel voor hen bindend is, ook in een aansprakelijkheidsprocedure. Als, zoals in de Stork-zaak⁵ en de ASMI-zaak, het optreden van de raad van commissarissen zelf onderwerp van kritiek is, is er mogelijk eerder aanleiding om als (lid van het) orgaan verweer te voeren. Hetzelfde geldt bij een (dreigende) persoonlijke aansprakelijkstelling.

Indien het onderzoek daarvoor aanleiding geeft, kan de Ondernemingskamer vaststellen wie *verantwoordelijk* is voor het eventuele wanbeleid. Dat betekent niet zonder meer dat die persoon ook *civielrechtelijk aansprakelijk* is voor de schade die uit het wanbeleid voortvloeit. Wel is het zo dat als de Ondernemingskamer eenmaal het oordeel van wanbeleid heeft uitgesproken, een aansprakelijkheidsclaim tegen de vennootschap, bestuurders en commissarissen meestal niet ver weg is. Zo'n claim moet echter in een andere procedure, en bij een andere rechter, worden ingesteld. Een bestuurder of commissaris is persoonlijk aansprakelijk als hem een persoonlijk ernstig verwijt kan worden gemaakt. Dat is in beginsel alleen het geval als hij heeft gehandeld op een wijze die geen redelijk handelend bestuurder of commissaris voor zijn rekening zou hebben genomen.

Het wanbeleidoordeel van de Ondernemingskamer vormt meestal een opstapje naar een aansprakelijkstelling, maar het is niet noodzakelijk om eerst een enquêteprocedure

5 Ondernemingskamer 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 m.nt. Blanco Fernández.

te voeren. Zo heeft de rechtbank Utrecht, terwijl de enquêteprocedure over het beleid van Fortis bij de Ondernemingskamer nog gaande was, een uitspraak gedaan over de aansprakelijkheid van (voormalig) bestuurders en leidinggevend van Fortis wegens marktmanipulatie en het achterhouden van koersgevoelige informatie.⁶ Deze zaak hield verband met de problemen waarin Fortis terecht was gekomen na de overname van ABN AMRO. Het oordeel van de rechtbank Utrecht is deels gebaseerd op het onderzoeksrapport uit de enquêteprocedure tegen Fortis.⁷

Het onderzoeksrapport kan dus de basis vormen voor het oordeel van wanbeleid en - zelfs voordat de Ondernemingskamer dat oordeel heeft uitgesproken - bewijsrechtelijke betekenis hebben in een aansprakelijkheidsprocedure. Er is echter mogelijk nog een ander ‘gevaar’. Op basis van de bevindingen van het onderzoek kan de Ondernemingskamer beslissen dat de vennootschap de kosten van het onderzoek kan verhalen op de perso(n)en die verantwoordelijk is (zijn) voor het wanbeleid. Ook de bestuurder of commissaris kan door dit lot worden getroffen, zoals bleek in de Landis-zaak⁸. Eén van de bestuurders en twee commissarissen zijn in die zaak verantwoordelijk gehouden voor het wanbeleid bij Landis. Met name het oordeel van de Ondernemingskamer over het functioneren van de raad van commissarissen is hard: zij hebben blijk gegeven van *‘forse onderschatting van hun verantwoordelijkheden ofwel van forse overschatting van zichzelf’*. De betrokkenen zijn hoofdelijk veroordeeld tot betaling van de onderzoekskosten (EUR 45.000 exclusief BTW).

3. Relevante factoren bij de rechterlijke toetsing

3.1 *Aanvaarde inzichten omtrent corporate governance*

Een van de eerste uitspraken waarin corporate governance aan de orde kwam, is de procedure tegen HBG die zich afspeelde vóór de publicatie van de Code.⁹ HBG had een bod van Boskalis op haar baggeractiviteiten afgewezen en had deze activiteiten ondergebracht in een joint venture met Ballast Nedam. De Ondernemingskamer was van mening dat HBG haar aandeelhouders had moeten consulteren over de afwijzing van het bod van Boskalis. Zij baseerde zich op ‘in Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance’, daarbij blijkbaar doelend op de Aanbevelingen van de Commissie Peters. Deze aanbevelingen uit 1997 hadden tot doel de corporate governance in Nederland te verbeteren en waren de voorloper van de Code. De Commissie Peters wilde o.a. bewerkstelligen dat de kapitaalverschaffers serieuze invloed kunnen uitoefenen op de vennootschap. Volgens de Hoge Raad bestond er echter geen grond voor het door de Ondernemingskamer aangenomen consultatierecht van aandeelhouders. Daarmee was het oordeel van wanbeleid over de handelwijze van

6 Rechtbank Utrecht, 15 februari 2012, Ondernemingsrecht 2012/51, m.nt. De Jong.

7 Het wanbeleidoordeel van de Ondernemingskamer blijkt uit haar beschikking van 5 april 2012, LJN: BW0991.

8 Ondernemingskamer 15 december 2011, *JOR* 2012/77 m.nt. Ouweland.

9 Hoge Raad 21 februari 2003, *NJ* 2003/182 m.nt. Maeijer.

HBG van de baan. Nederland was blijkbaar nog niet toe aan de uitoefening van méér invloed door de AVA op een bestuursbesluit zoals in de HBG-zaak aan de orde was.

Inmiddels kan gezegd worden dat de Code een uiting vormt van in algemene Nederlandse rechtsovertuigingen over corporate governance. De Code bevat een mix van wettelijke regels en ongeschreven normen. Deze normen zijn onder andere ontwikkeld in de jurisprudentie van de Ondernemingskamer. De Code bestaat uit *principes*, te beschouwen als breed gedragen algemene opvattingen over goede corporate governance, en uit *best practice bepalingen*, die deze principes nader invullen en de (intern)nationale ‘best practice’ weergeven. Degene die voor de rechter een beroep doet op een regel uit de Code zal moeten onderbouwen dat deze de in Nederland heersende algemene rechtsopvatting inderdaad weergeeft, en de rechter zal dit moeten toetsen.

3.2 *Interpretatieverschillen bij de uitleg van de Code*

Uit de jurisprudentie blijkt dat er interpretatieverschillen kunnen bestaan bij de uitleg van de Code. De ABN AMRO- en de ASMI-casus zijn qua uitkomst min of meer vergelijkbaar met de zojuist besproken HBG-zaak, in die zin dat de Hoge Raad een door de Ondernemingskamer aanvaarde regel van corporate governance van tafel heeft geveegd omdat de Code daarvoor geen basis biedt.¹⁰ Bij ABN AMRO ging het om de vraag of de verkoop van LaSalle eerst ter goedkeuring aan de AVA had moeten worden voorgelegd (volgens de Ondernemingskamer wel, volgens de Hoge Raad niet). In de ASMI-zaak heeft de Ondernemingskamer een verplichting van de raad van commissarissen aangenomen om te bemiddelen bij conflicten tussen het bestuur en enkele aandeelhouders. De Hoge Raad heeft er echter op gewezen dat de wettelijke taakopdracht van de raad van commissarissen (toezicht en advies) noch best practice bepaling III.1.6(f) van de Code (toezicht op de verhouding tussen bestuur en aandeelhouders) aanleiding geeft voor het aannemen van zo’n verplichting. Een verplichting tot actieve bemiddeling staat op gespannen voet met de beleidsvrijheid van de raad van commissarissen. Deze moet de vrijheid hebben om van geval tot geval een afweging te maken of rechtstreeks contact met aandeelhouders en/of bemiddeling tussen aandeelhouders en bestuur wenselijk is in het belang van de vennootschap.

Angelsaksische aandeelhouders zullen van deze beslissing hebben opgekeken. Zij zijn immers gewend om, zeker bij conflicten met het bestuur, contact te zoeken met de chairman – de non executive voorzitter van de one tier board. Bovendien heeft de Ondernemingskamer eerder, in de Stork-zaak, nog een bemiddelende rol van de raad van commissarissen aangenomen.¹¹ Daar bestond een diepgaand verschil van inzicht tussen een groep aandeelhouders - Centaurus c.s. - en het bestuur over de strategie. De aandeelhouders hadden een aantal pogingen gedaan om hierover met de raad

¹⁰ Zie noten 1 en 2.

¹¹ OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 m.nt. J.M. Blanco Fernández (Stork).

van commissarissen in gesprek te komen, maar deze had laten weten het bestuur te steunen. Centaurus c.s. lieten daarop een AVA bijeenroepen met als agendapunt de opzegging van het vertrouwen in de raad van commissarissen (in feite het ontslag van de voltallige raad). Stork gaf vervolgens beschermings aandelen uit aan de Stichting Stork waarmee het stemmenblok van Centaurus c.s. ongevaarlijk werd gemaakt. De beide kampen maakten gebruik van de vennootschapsrechtelijke middelen die hen ten dienste stonden, met als gevolg verdere escalatie van het conflict. Hoewel de Ondernemingskamer heeft geconcludeerd dat sprake was van ernstig verstoorde verhoudingen, heeft zij, met de opmerking dat Stork's strategie geen aanleiding gaf voor twijfel over de juistheid van het beleid, een stemming op de AVA over het gegendeerde voorstel niet toegelaten. De Ondernemingskamer heeft een tik uitgedeeld aan Centaurus c.s. over hun opstelling, maar haar oordeel over de raad van commissarissen was ook niet mals. Zij heeft erop gewezen dat Centaurus c.s. met hun aanzienlijke aandelenbelang een rol van betekenis heeft bij Stork. In dat licht heeft de Ondernemingskamer zich afgevraagd waarom de raad van commissarissen geen gehoor heeft gegeven aan het verzoek van Centaurus c.s. om overleg en heeft zij geoordeeld dat de raad van commissarissen in deze situatie een bemiddelende rol heeft.

Tegen dit oordeel is destijds geen cassatie bij de Hoge Raad ingesteld. Toen de Ondernemingskamer daarna, in de ASMI-zaak, een vergelijkbare uitspraak deed, heeft de Hoge Raad dit rechtgezet. Ik denk overigens niet dat dit betekent dat van de raad van commissarissen nooit een bemiddelende rol of rechtstreeks contact met de aandeelhouders verlangd kan worden. Of dat zo is, zal afhangen van de omstandigheden, maar de beslissing ligt bij de raad van commissarissen. Daarover zal de raad van commissarissen verantwoording moeten afleggen aan de AVA. Dit lijkt mij de juiste, en binnen het Nederlandse vennootschapsrecht passende, gang van zaken.

3.3 *Overige factoren*

Een andere relevante factor die de rechter in de beoordeling moet betrekken is de specifieke situatie waarin de vennootschap verkeert. Dat geldt eveneens voor de mate waarin een regel uit de Code in de praktijk daadwerkelijk wordt nageleefd. Ook kan een belangrijke rol spelen dat de ondernemingsleiding heeft toegezegd een specifieke bepaling uit de Code na te zullen leven, of dat een vennootschap zich, hoewel op grond van de Code niet verplicht tot naleving daarvan, vrijwillig conformeert aan de Code. In het derde rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code is in dit kader gememoreerd dat de Code zich op die manier heeft 'uitgebreid' naar het MKB en niet-beursgenoteerde vennootschappen.

Het algemene uitgangspunt is dat de rechter een redelijkheidstoets uitvoert ten aanzien van de *inhoud* van het gevoerde ondernemingsbeleid en de gemaakte zakelijke afwegingen. Dit betekent dat de rechter niet 'op de stoel van het bestuur gaat zitten' en in beginsel rekening houdt met de bestuurlijke beleidsvrijheid. Ten aanzien van de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging/besluitvorming zal de rechterlijke

toets iets minder vrijblijvend zijn; het gaat hier dan om de zorgvuldigheid van het (besluitvormings)proces.

Tot slot zal de rechter moeten waken voor een beoordeling ‘*with the benefit of hindsight*’. Voor degene die weet hoe (slecht) het met een vennootschap is afgelopen, is het verleidelijk (en menselijk) om strenger te oordelen over een bepaalde handelwijze. De rechter zal het handelen of nalaten van (organen van) een vennootschap echter moeten beoordelen naar de maatstaven die golden ten tijde van dat handelen of nalaten en aan de hand van de kennis en ervaring die (de organen van) een vennootschap toen had(den) of behoorde(n) te hebben.¹²

4. Enkele uitspraken

Er is een aantal uitspraken bekend waarin principes en best practice bepalingen van de Code aan de orde zijn gekomen. In een enkel geval heeft de Ondernemingskamer de niet naleving van de Code laten meewegen bij haar oordeel of een enquêteverzoek wegens gegronde redenen voor twijfel aan een juist beleid moet worden toegevoegd dan wel bij haar oordeel of sprake is van wanbeleid.

4.1 *Afwijking van de Code*

In veel van de enquêteprocedures waarin (afwijking van) de Code aan de orde komt, gaat het om (risico's) van belangenverstrengeling met het oog op de aanwezigheid van minderheidsaandeelhouders. Enkele voorbeelden.

Begemann is een kleinere beursvennootschap die had besloten tot afstoting van de bestaande participaties (waaronder aandelen en warrants in Tulip) en het te gelde maken van de overige activa. De opbrengst zou op termijn ten goede komen aan haar aandeelhouders A. Nadat na een openbaar bod 80% van de aandelen in handen was gekomen van Sivex, is Van Waeyenberghe, één van de bestuurders van Sivex, benoemd tot lid van Begemann's raad van commissarissen. Zijn zoons hielden alle aandelen in Sivex. Toen de - net nieuw benoemde - bestuurder al na enkele maanden terugtrad, werd Van Waeyenberghe's medecommissaris tot tijdelijk bestuurder benoemd en bestond de raad van commissarissen sindsdien alleen uit Van Waeyenberghe. In de periode daarna is Begemann een aantal transacties aangegaan, waaronder de verkoop van haar aandelen en warrants in Tulip aan Sivex tegen een discount van 14% ten opzichte van de beurskoers. De overige aandeelhouders werden niet over de verkoop geïnformeerd of geconsulteerd, werden niet in de gelegenheid gesteld om eventueel een concurrerend bod op de Tulip aandelen en warrants te doen, en een formele fairness opinie over de transactieprijs ontbrak.

12 Zie noot 7 (Fortis).

De minderheidsaandeelhouders hebben zich (onder meer) hierover beklaagd bij de Ondernemingskamer.¹³

In het jaarverslag over 2003 is vermeld dat het voor Begemann als kleine onderneming met beperkte activiteiten en met een exit-doelstelling zeer waarschijnlijk is dat zij niet in staat zal zijn of het voor haar uit economisch oogpunt onwenselijk kan zijn om aan alle richtlijnen van de Code te voldoen. In opvolgende jaarverslagen is op het punt van de corporate governance opgemerkt dat het, gelet op de bijzondere positie waarin Begemann zich bevindt (te gelde maken activiteiten en uitkering aan aandeelhouders), niet noodzakelijk lijkt een uitvoerig hoofdstuk op te nemen over toekomstige corporate governance.

Hoewel de Ondernemingskamer, gezien de specifieke omstandigheden, op zich begrip heeft voor de afwijking van de Code door Begemann, was zij van mening dat Begemann er niettemin voor zorg had moeten dragen dat aan – wat de Ondernemingskamer noemt – ‘de minimale eisen’ wordt voldaan. Het gaat hier om eisen van corporate governance die al eerder in de jurisprudentie van de Ondernemingskamer ontwikkeld zijn. Deze eisen houden in dat een vennootschap openheid tegenover haar minderheidsaandeelhouders betracht en voorkomt dat vermenging van belangen plaatsvindt. Daaraan is volgens de Ondernemingskamer in casu niet voldaan. De Ondernemingskamer heeft een onderzoek gelast en een tijdelijke bestuurder en commissaris bij Begemann benoemd. Deze zaak bevestigt dat een vennootschap die toelicht waarom zij afwijkt van de Code niet zonder meer ontslagen is van de verplichting om bepaalde zorgvuldigheidseisen in acht te nemen.

In de Versatel zaak heeft de Ondernemingskamer de vennootschap verboden om van de Code af te wijken.¹⁴ Door de verwerving door Tele2 van de meerderheid van de aandelen (82%) in Versatel, was Versatel een groepsmaatschappij geworden van Tele2. Tele2 verving vervolgens alle commissarissen bij Versatel door commissarissen die tevens bestuurders waren bij Tele2. Best practice bepaling III.6.2 van de Code bepaalt dat een commissaris niet deelneemt aan de discussie en de besluitvorming over een onderwerp of transactie waarbij deze commissaris een tegenstrijdig belang heeft. Versatel wilde voorkomen dat de nieuwe commissarissen, tevens bestuurders bij Tele2, uitgesloten zouden worden van de discussie en besluitvorming over een transactie met een vennootschap van Tele2. Versatel meende dat zij, gelet op haar status van groepsmaatschappij van Tele2, kon afwijken van de genoemde best practice bepaling. Volgens de Ondernemingskamer ontslaat het feit dat Versatel een groepsmaatschappij met minderheidsaandeelhouders is, haar niet van de plicht tot naleving van de Code-bepalingen over vermijding van schijn van

13 Ondernemingskamer 28 december 2006, *JOR* 2007/68; Hoge Raad 14 maart 2008, *JOR* 2008/123 m.nt. Olden; Ondernemingskamer 19 april 2007, *JOR* 2007/142 m.nt. Blanco Fernández.

14 Hoge Raad 14 september 2007, *JOR* 2007/239 m.nt. Bartman (Versatel III). Bevestigd in Ondernemingskamer 3 maart 2010, *JOR* 2010/153, m.nt. Van Solinge (Océ).

belangenverstrengeling (principe III.6) en onafhankelijkheid (principe III.2). Overigens is de best practice bepaling waarvan Versatel wilde afwijken, niet een door de Code geïntroduceerde nieuwe regel. Het is een norm van corporate governance die in eerdere jurisprudentie van de Ondernemingskamer ontwikkeld is, en als het ware in de Code is gecodificeerd.

Voor een uitgebreidere toelichting op tegenstrijdig belang verwijs ik naar het hoofdstuk van Leijten in dit Jaarboek.

4.2 Corporate governance in besloten verhoudingen

Zoals eerder aangegeven, is de Code uitgebreid naar het MKB en niet-beursvennootschappen, die verklaren zich vrijwillig aan de Code te houden. Maar ook zonder vrijwillige toepassing kan het ondernemingsbeleid door de rechter getoetst worden aan ‘regels van corporate governance’.¹⁵ In de UMI Beheer-zaak stond de verkoop van aandelen in kleindochtervennootschappen centraal. De enige bestuurder van UMI Beheer was ook (meerderheids)aandeelhouder en als bestuurder van UMI Beheer had hij bewerkstelligd dat de aandelen in de kleindochters van UMI Beheer aan vennootschappen van zijn (schoon)familie werden overgedragen. Dit gebeurde buiten de minderheidsaandeelhouder van UMI Beheer om. De Ondernemingskamer vindt het onaanvaardbaar dat (het bestuur van) een vennootschap al haar (substantiële) activa overdraagt – en daarmee in feite een einde maakt aan de onderneming – zonder haar aandeelhouders behoorlijk in de besluitvorming te betrekken. Zij heeft tot wanbeleid bij UMI Beheer geconcludeerd met verwijzing naar ‘regels van corporate governance’. Blijkbaar doelde zij op Principe IV.1 van de Code dat bepaalt dat bestuursbesluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de onderneming aan de goedkeuring van de AVA is onderworpen. Voorop staat dat dit principe in 2004 alleen voor de NV een wettelijke basis heeft gekregen in art. 2:107a BW. De BV kent deze bepaling echter niet en strikt genomen kan deze regel ook niet via een zogenaamde ‘doorwerking’ van de Code in besloten verhoudingen worden toegepast. Desondanks heeft de Ondernemingskamer herhaaldelijk principieel voorgeschreven dat het bestuur in een situatie als de onderhavige casus niet eigenmachtig kan optreden. Zij doet dit met een beroep op ‘regels van corporate governance’ of ‘hedendaagse opvattingen omtrent corporate governance’. Voor de praktijk levert dit onduidelijkheid op. Het lijkt er in ieder geval op dat (het bestuur van) een BV, waarbij niet alle aandeelhouders deel uitmaken van het bestuur, veiligheidshalve de AVA moet betrekken bij een voornemen tot verkoop en overdracht van (vrijwel) de (gehele) onderneming.

15 Ondernemingskamer 9 oktober 2006, *JOR* 2007/9 m.nt. De Groot.

4.3 *Beschermingsconstructie*

Uit de Stork-casus blijkt dat het opwerpen van beschermingsconstructies getoetst kan worden aan onder meer de Code, althans aan beginselen van corporate governance. Stork had aandelen uitgegeven aan een stichting om zich te beschermen tegen het voornemen van enkele aandeelhouders om de raad van commissarissen door de AVA te laten ontslaan. De Ondernemingskamer heeft opgemerkt dat de uitgifte van aandelen door Stork aan de stichting op gespannen voet staat met onder meer art. 2:8 BW en ‘hetgeen dienaangaande is neergelegd in de Code’, en heeft de intrekking van de beschermingsaandelen gelast. Aangenomen moet worden dat de Ondernemingskamer doelde op principe IV.1 van de Code op grond waarvan bestuursbesluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de onderneming door de AVA moeten worden goedgekeurd (zie hiervoor in paragraaf 4.2).

4.4 *De rol van de ondernemingsleiding bij een participatie*

De PCM-zaak onderstreept het belang van een (pro)actieve en kritische blik van de raad van commissarissen bij een investering door een derde partij in een onderneming.¹⁶

PCM wilde met het oog op basisverbreding acquisities doen op de uitgevermarkt en zocht voor de financiering daarvan een financiële partner. In 2004 heeft het private equity fonds Apax PCM een meerderheidsparticipatie in PCM genomen door middel van een leveraged buy-out (hierna: LBO). De participatie is hoofdzakelijk met vreemd vermogen gefinancierd en PCM zelf droeg de acquisitieschuld. De onderhandelingen met Apax zijn gevoerd door grootaandeelhouder Stichting Democratie en Media (SDM); bestuur en raad van commissarissen waren nauwelijks betrokken. Twee jaar later heeft Apax haar belang teruggekocht aan de stichtingen van wie zij het meerderheidsbelang had verkregen. Op dat moment was geen enkele uitvoering gegeven aan de voorgenomen strategie van basisverbreding. PCM's vermogenspositie was zeer slecht terwijl Apax goed heeft verdiend aan haar investering.

De Ondernemingskamer heeft na onderzoek tot wanbeleid geconcludeerd. Omdat een LBO een aanzienlijke financiële belasting voor de vennootschap meebrengt, is bijzondere aandacht vereist van degenen die gehouden zijn acht te slaan op de belangen van de vennootschap, aldus de Ondernemingskamer. Zij heeft vastgesteld dat het in de cruciale besluitvormingsfase heeft ontbroken aan voldoende afweging van voor- en nadelen van een LBO en dat er onvoldoende waarborgen waren ingebouwd voor het bereiken van de strategische doelstellingen. Het aangaan van de transactie die een ernstige verzwakking van de financiële positie van de vennootschap tot gevolg heeft, geeft volgens de Ondernemingskamer blijk van onverantwoord ondernemerschap.

¹⁶ Ondernemingskamer 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 m.nt. Stevens.

Tegen deze achtergrond is ook de governance van PCM aan de orde gekomen. De Ondernemingskamer heeft geconstateerd dat deze tekortkomingen kende vanwege onder meer een gebrek aan checks en balances op aandeelhoudersniveau en een onopgelost besturingsprobleem. Oorzaak daarvan was vooral dat de rol van SDM als bewaker van de identiteit van ‘haar’ krant tegenover het belang van de onderneming was komen te staan met als gevolg fundamentele verschillen van mening over de strategie. Het voortduren van deze tekortkomingen heeft, aldus de Ondernemingskamer, negatieve consequenties gehad voor het besluit(vormingsproces) over de Apex transactie. De Ondernemingskamer heeft de tekortschietende governance expliciet meegewogen bij het wanbeleid oordeel en de besluiten van de AVA tot decharge van het bestuur en de raad van commissarissen vernietigd.

Naar mijn mening kan voorzichtig geconcludeerd worden dat de hierboven beschreven verantwoordelijkheid voor een gedegen afweging en besluitvorming in casu met name op de schouders van de raad van commissarissen rustte. Het bestuur nam immers deel aan de managementparticipatieregeling die met de LBO gepaard ging, en verkreeg daarmee een eigen belang (als investeerder) dat niet noodzakelijkerwijs parallel liep met het belang van de vennootschap.

De Ondernemingskamer laat in de uitspraak enkele malen doorschemeren dat zij méér van de raad van commissarissen had verwacht. De rol van de raad van commissarissen ter zake het besturingsprobleem wordt als ‘lijdelijk’ aangeduid. De Ondernemingskamer constateert dat de raad van commissarissen de tekortschietende communicatie tussen de vennootschappelijke organen *‘niet heeft kunnen redresseren’*. Zij meent ook dat de raad van commissarissen zich had moeten realiseren – en aan Apex en het bestuur van PCM had moeten voorhouden – dat de participatieregeling in een krantenbedrijf *‘welhaast onvermijdelijk tot grote spanning en reputatieschade zou leiden’*. De raad van commissarissen had als het ware als laatste vangnet moeten fungeren, en had méér moeten (aan)sturen op een juiste afweging van alle belangen. PCM is geen beursvennootschap, dus de Code is niet van toepassing. Principe III.1 van de Code lijkt echter het oordeel van de Ondernemingskamer enigszins in te kleuren. Dit op de wet geïnspireerde principe geeft de taakopdracht van de raad van commissarissen weer:

- toezicht op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap, en
- het met raad en daad terzijde staan van het bestuur.

De raad van commissarissen dient zich te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en moet daartoe de in aanmerking komende belangen van bij de vennootschap betrokkenen afwegen. Uit het voorgaande kan worden afgeleid dat de raad van commissarissen daar volgens de Ondernemingskamer niet in is geslaagd.

5. Tot besluit

Beginselen van corporate governance spelen al jaren, ook vóórdat de Code het licht zag, een rol bij de juridische normering van het ondernemingsbeleid. Een enkele keer gaat de Ondernemingskamer wat verder dan de Hoge Raad bij de vaststelling van wat tot ‘algemeen aanvaarde inzichten van corporate governance’ behoort. In ieder geval kan geconstateerd worden dat haar veelomvattende jurisprudentie een belangrijke bron vormt voor de vraag wat onder verantwoord ondernemerschap moet worden verstaan. Ook zonder toepasselijkheid van de Code, of als (gerechtvaardigd) van de Code wordt afgeweken, kan de vennootschap onder omstandigheden verplicht zijn om de door de Ondernemingskamer ontwikkelde rechtsregels en beginselen van zorgvuldigheid (die eveneens onder het begrip corporate governance vallen) in acht te nemen.

Wat bij de hierboven besproken uitspraken opvalt, is dat een schending van regels van corporate governance meestal niet doorslaggevend is voor het gelasten van een onderzoek of de constatering van wanbeleid. Zo’n schending kan *bijdragen* aan, maar is bijna nooit *dragend* voor dat oordeel. Moet hieruit afgeleid worden dat een tekortschietende corporate governance alléén nooit wanbeleid kan opleveren? Ik zou menen van niet. Het lijkt er eerder op dat in de meeste zaken eenvoudigweg méér aan de hand is en dat de combinatie van die omstandigheden de basis vormt voor de conclusie van wanbeleid. Misschien zou zelfs - ik begeef me op gevaarlijk terrein - geconcludeerd kunnen worden dat als het ondernemingsbeleid vanuit financieel of economisch oogpunt tekort schiet, dat een aanwijzing is dat het corporate governance systeem van de vennootschap niet ‘*up to par*’ is. Corporate governance is immers geen doel op zich; het is een middel om verantwoord ondernemingsbeleid te waarborgen. Als het systeem niet deugt, kan dat uiteindelijk negatieve consequenties hebben voor (de beoordeling van) het ondernemingsbeleid.