

11 | De centrale rol van bestuur en RvC bij besluitvorming over strategie, openbare biedingen en bescherming tegen vijandige biedingen en aandeelhoudersactivisme

*Christiaan de Brauw*¹

1. Inleiding

Het Nederlandse stakeholdermodel is de afgelopen tien jaar na de ABN Amro overname en de financiële crisis vooral door rechterlijke uitspraken ingevuld en verduidelijkt, waardoor inmiddels sprake is van een betekenisvol systeem dat aansluit bij de realiteit en normale taakverdeling bij beursvennootschappen. Bestuur en RvC staan centraal bij de strategiebepaling. Zoals in par. 2 wordt uiteengezet, ligt bij deze organen de bevoegdheid hierover in het vennootschapsbelang te oordelen. Op basis van de richtsnoeren uit de *Cancon*-beschikkingen van de Hoge Raad en de Nederlandse corporate governance code 2016 is de maatstaf daarbij vooral het bevorderen van bestendige succes van de onderneming en langetermijnwaardecreatie. Dat betekent dat bestuur en RvC als kerntaak hebben de beste strategische optie te (blijven) kiezen waarmee de onderneming op termijn succesvol kan zijn. De gekozen strategie is, meer dan voorheen, de basis voor de beoordeling van een openbaar bod en het nemen van – in Nederland in vergelijking met andere jurisdicties volop beschikbare – beschermingsmaatregelen. Anders dan in jurisdicties waar het bestuur zich dient te richten naar de belangen van aandeelhouders, zoals Delaware, staat aandeelhouderswaardecreatie of bij een openbaar bod de hoogste prijs, niet voorop. De relatief ruime bevoegdheid van bestuur en RvC gaat gepaard met de verantwoordingsplicht aan de aandeelhouders. Daarnaast beschikken aandeelhouders over diverse rechten waarmee een behoorlijke taakuitoefening door bestuur en RvC kan worden afgedwongen. Aandeelhouders hebben ook in een stakeholdermodel uiteraard een essentiële rol als kapitaalverschaffers en omdat bijvoorbeeld fundamentele strategiewijziging of een openbaar bod hun steun nodig heeft. Bestuur en RvC zullen hun bevoegdheden dan ook gebalanceerd willen uitoefenen en de relatie met aandeelhouders op waarde schatten. De Ondernemingskamer heeft – naar verwachting steeds meer – een belangrijke rol als veiligheidsklep van het systeem. In par. 3 komt de

¹ Christiaan de Brauw is advocaat te Amsterdam en auteur van 'Overnames van beursvennootschappen', verschenen als deel 143 in de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut (hierna: De Brauw (2017)). Dit artikel behandelt een aantal onderwerpen, dat in dat boek uitgebreider wordt besproken en is een bewerking van zijn artikel in Ondernemingsrecht 2018-2.

(inhoudelijke) beoordeling van een bod (inclusief de procedurele aspecten) aan de orde. Par. 4 behandelt bescherming van de vennootschap tegen een dreiging zoals een vijandig bod en aandeelhoudersactivisme. Tot slot wordt in par. 5 een korte blik geworpen op toekomstige ontwikkelingen.

2. **Pijlers Nederlandse stakeholdermodel bij strategiebepaling**

2.1 **Bevoegdheid bestuur en RvC**

Het bestuur, onder toezicht van de RvC, is bevoegd de strategie te bepalen. Het al dan niet steunen van een openbaar bod is onderdeel van de strategiebepaling. Dit is door de Hoge Raad bevestigd in de *ABN AMRO*-uitspraak en – buiten de specifieke casus van een openbaar bod – de *ASMI*-uitspraak en recenter de *Cancun en Fugro*-uitspraken.² In dit ‘bestuurcentrische’ model hebben het bestuur en de RvC een zelfstandige, autonome rol met een grote mate van beoordelingsvrijheid. Aandeelhouders hebben geen goedkeurings- of consultatierecht bij besluiten die in het kader van strategiebepaling worden genomen, tenzij een specifieke bevoegdheid volgt uit de wet of statuten. De aandeelhoudersvergadering kan ook geen bindende instructies geven. Bestuur en RvC zijn niet verplicht om agendapunten of moties in stemming te brengen over aangelegenheden die binnen het bevoegdheidsdomein van bestuur en RvC vallen en buiten dat van de aandeelhouders. Voor zover de strategie in het geding komt, kan het bestuur mogelijk beschermingsmaatregelen inzetten. De bevoegdheidsverdeling tussen enerzijds bestuur en RvC en anderzijds aandeelhouders past bij de normale verdeling van expertise, informatie en tijdbesteding. Normaliter beschikken bestuur en RvC immers over de relevante informatie en vereiste expertise om de strategie van de onderneming te bepalen, ook in overnamesituaties. Deze bevoegdheid van bestuurders en commissarissen sluit goed aan bij hun taak in het vennootschapsbelang te handelen. Aandeelhouders hebben geen plicht in het belang van de vennootschap en onderneming (en andere stakeholders) te handelen; zij mogen in beginsel hun eigen op aandeelhouderswaarde gerichte belang dienen. Aandeelhouders hebben wel als enige stakeholdercategorie binnen de vennootschappelijke republiek bepaalde rechten die direct of indirect de besluitvorming (mede) kunnen bepalen en hebben recht op verantwoording. Werknemers kunnen alleen indirect, via bijvoorbeeld het adviesrecht van de ondernemingsraad en enquêtebevoegdheid van vakbonden, op specifieke terreinen invloed uitoefenen op de strategiebepaling. De overige stakeholders zoals leveranciers, klanten en crediteuren kunnen zich hooguit beroepen op (bijvoorbeeld) *change of control*-clausules in contracten of wettelijke (verzet)bescherming tegen specifieke onderdelen van het transactieproces, zoals crediteurenverzet bij een juridische fusie of splitsing.

2 HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. Maeijer (*ABN AMRO*), r.o. 4.3-4.5 en HR 9 juli 2010, *JOR* 2010/228, m.nt. Van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.1; HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. Van Schilfgaarde (*Cancun*) en HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652 (*Fugro*).

2.2 *Vrijheid van inrichting en gebruik governance*

Een tweede pijler van het model is dat iedere vennootschap vrij is binnen de grenzen van de wet haar vennootschappelijke organisatie in te richten, zo volgt uit de *ASMI*-uitspraak en recent *Fugro*. Bestuur en RvC kunnen een bepaalde governance structuur, inclusief bescherming, invoeren, handhaven of beëindigen, indien dat in het vennootschapsbelang is. Aandeelhoudersgoedkeuring kan daarbij vereist zijn voor specifieke elementen, bijvoorbeeld als statutenwijziging nodig is. Bestuur en RvC beoordelen de strategie op basis van de bevoegdheden die hun in het bestaande governance bestel zijn toegekend.

2.3 *Vennootschapsbelang*

2.3.1 *Cancun en de Code*

De kern van het stakeholdermodel is het vennootschapsbelang, ook wel de heilige graal van het ondernemingsrecht genoemd. Artikel 2:129 lid 5 en artikel 2:140 lid 2 BW bepalen dat bestuur en RvC zich richten naar het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Wat betekent dat in de praktijk? In de juridische doctrine zijn twee hoofdstromingen te onderkennen. De eerste, de autonome leer, gaat ervan uit dat het vennootschapsbelang vooral ziet op het gezond voortbestaan van de vennootschap. De tweede, de resultanteleer, gaat uit van het resultaat van een weging van de belangen van alle stakeholders.³

De invulling van het vennootschapsbelang is recent betekenisvol verduidelijkt in de *Cancun*-beschikkingen uit 2014. Ook de Code van 2016 geeft een belangrijke invulling van het stakeholdermodel. De Hoge Raad stelt in *Cancun* voorop dat het van de omstandigheden van het geval afhangt wat het vennootschapsbelang inhoudt. Indien de vennootschap echter een onderneming heeft, wordt het vennootschapsbelang ‘in de regel vooral’ bepaald door ‘het bevorderen van het bestendig succes van deze onderneming’. Voor de strategiebepaling van beursvennootschappen is deze inkleuring zeer relevant, aangezien zij meestal een – vaak via dochtermaatschappijen gehouden – substantiële onderneming hebben. De Hoge Raad kiest bij vennootschappen met een onderneming voor het succes daarvan als leidraad, zoals recent in de literatuur bepleit.⁴ Dit houdt in de praktijk in dat het bestuur, onder toezicht van de RvC, steeds de in hun ogen beste strategie bepalen die de onderneming de meest succesvolle toekomst biedt. Succes van de onderneming is niet per se hetzelfde als continuïteit of zelfstandigheid; succes kan ook

3 De autonome leer wordt vooral bepleit door J.M.M. Maeijer, zie al *Het belangenconflict in de naamloze vennootschap* (oratie Nijmegen), Deventer: Kluwer 1964. De resultanteleer wordt gesteund in onder meer Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/395, Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013, par. 4 en Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2013, nr. 231.

4 Zie uitgebreid J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas* (diss. Rotterdam, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 94), Deventer: Kluwer 2014, p. 476 e.v.; Assink/Slagter (2013), par. 2.1, en par. 51.5; zie ook L. Timmerman, ‘The happy lawyer en de toekomst van het ondernemingsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2014/5, par. 3.

worden bereikt met een aanpassing of gedeeltelijke discontinuïteit van de onderneming, zoals bij overnames. Bij het bepalen van de beste langetermijnkoers voor de onderneming moeten bestuur en RvC 'voorts' adequaat rekening houden met de gevolgen voor de stakeholders, 'waaronder die van aandeelhouders', mede op grond van de in acht te nemen redelijkheid en billijkheid. Deze verplichting kan meebrengen dat bestuur en RvC bij het dienen van het vennootschapsbelang ervoor zorgen dat de belangen van de stakeholders niet 'onnodig of onevenredig worden geschaad'.

Onder de Cancun-norm moeten bestuur en RvC zich vooral richten op de route met de beste kans op succes en creatie van langetermijnwaarde. Die strategische optie moet in beginsel worden gekozen. Deze route kan worden gecorrigeerd als de belangen van stakeholders worden geschaad. Die correctie kan plaatsvinden door (i) het mitigeren van de gevolgen tot aanvaardbare proporties, zodat zij niet meer onnodig of onevenredig nadelig zijn of (ii) te kiezen voor een alternatieve strategische koers. De focus op het bestendig succes van de onderneming zal ook voor de (meeste) stakeholders tot het beste resultaat leiden, omdat zij op lange termijn betrokken kunnen blijven bij een succesvolle(re) onderneming. Tegelijkertijd kunnen de belangen van een bepaalde categorie stakeholders, vaak op korte termijn, worden achtergesteld als gevolg van een strategische keuze. Zo kunnen aandeelhouders bij het niet doorgaan van een openbaar bod een aantrekkelijke premie op de beurskoers mislopen, of kan de werkgelegenheid inkrimpen als gevolg van vereiste automatisering of te realiseren kostensynergiën na integratie van de ondernemingen na een bod of strategische koerswijziging. Het belang van aandeelhouders en de creatie van aandeelhouderswaarde hebben niet het primaat. Dit is ook bevestigd in de huidige Code, die nu uitgaat van langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de onderneming in plaats van langetermijnaandeelhouderswaarde uit de Code 2008 (oud).

In de Code is merkwaardig genoeg niet woordelijk het 'Cancun'-richtsnoer van de Hoge Raad overgenomen, maar een vergelijkbare en (deels) overlappende richting gehanteerd door waardecreatie op de lange termijn tot de missie van bestuur en RvC te verklaren. Daarbij moeten zij de belangen van de stakeholders afwegen. De focus op langetermijnsucces uit de *Cancun*-beschikkingen is een concreter en richtinggevend doel dan de continuïteit en waardecreatie op termijn uit de Code. Het streven naar succes van de onderneming vergt een keuze voor de meest succesvolle strategie. Deze zal doorgaans waardecreatie tot gevolg hebben. Waardecreatie als doel op zichzelf is echter een vage(re) norm.

De focus op het succesvol voortbestaan van de onderneming en langetermijnwaardecreatie sluit – veel meer dan de resultanteleer – goed aan bij de economische realiteit en de expertise en het takenpakket van bestuurders en commissarissen en hun in de Code vastgelegde kernverantwoordelijkheid. Bestuur en RvC bepalen immers de (beste) strategie en zijn bij hun taakuitoefening niet hoofdzakelijk

stakeholder belangen aan het afwegen zoekend naar één meestal ongrijpbaar resultaat dat uit de mix van die belangen zou kunnen worden gedestilleerd.

2.3.2 *Strategie gericht op bestendig succes onderneming en langetermijnwaardecreatie*

Het bestendige succes van de onderneming zal in de regel bereikt (moeten) worden door uitvoering van het ondernemingsbeleid en de strategie. Het bestuur ontwikkelt, met adequate betrokkenheid van de RvC, een visie gericht op langetermijnwaardecreatie en formuleert een daarbij passende strategie. Bestuur en RvC moeten de beste strategische route en het bedrijfsmodel bepalen voor het meest succesvolle toekomstscenario voor de onderneming in de veranderende omstandigheden. De Hoge Raad legt niet uit wat onder het bestendig succes van de onderneming moet worden verstaan. Hoewel de begrippen ‘bestendig succes’ en ‘langetermijnwaardecreatie’ te volgen juridische normen en richtsnoeren zijn, vraagt de toepassing daarvan vooral om een bedrijfseconomische invulling. Invulling geschiedt op basis van de economische en overige kwaliteiten, inzicht en visie van bestuur en RvC, toegepast op de aard van de onderneming en de markt en overige economische omstandigheden.

Voor het succes van de onderneming zal in de regel het onderscheidend vermogen van de onderneming essentieel zijn. Dit onderscheidend vermogen kan zijn gebaseerd op (een combinatie van) alle facetten van de onderneming of belangrijke deelfacetten. Deze facetten kunnen zich bevinden aan zowel de baten als kostenkant van de activiteiten. Het kan gaan om succesfactoren van de eigenlijke activiteiten van de onderneming die haar in economische zin onderscheidt van concurrenten, maar het kan eveneens gaan om andere randvoorwaarden voor, of vormen van succes. Zo kunnen strategische factoren zijn gelegen op het niveau van de vennootschap die de onderneming in stand houdt, zoals *financial resilience*, dividendbeleid en investeringsruimte. Hoe het succes en de waardecreatie moeten worden gemeten, zal ook afhangen van de omstandigheden. Bij de ene onderneming zal het marktaandeel en omzet(groei), aantal en soort klanten relevant zijn, terwijl bij een andere onderneming het succes zich uit in winstmarges, *EBITDA*, *total shareholder return* of een combinatie van (andere) factoren.

2.4 *Verantwoording aan en rechten van aandeelhouders*

Bestuur en RvC zijn gehouden verantwoording af te leggen aan de aandeelhouders over de strategiebepaling, de gemaakte keuzes, het gevolgde proces en het toezicht daarop. Aandeelhouders kunnen hun opvattingen daarover tot uitdrukking brengen door uitoefening van de aan hen, in wet of statuten, toegekende rechten. In de context van de strategiebepaling en beoordeling van een openbaar bod, kunnen bestuur en RvC in beginsel volstaan met het achteraf afleggen van verantwoording aan de algemene vergadering over hun ingenomen positie. Bestuur en RvC zullen op zorgvuldige wijze moeten bepalen wat de beste manier is om informatie te

verschaffen en verantwoording af te leggen. Indien bestuur en RvC dit in vorm en inhoud niet adequaat doen, kunnen aandeelhouders daar in rechte over klagen. Aandeelhouders kunnen bestuur en RvC ook ter verantwoording roepen door het uitoefenen van aandeelhoudersrechten. Indien blijkt dat bestuur en RvC hun taak niet behoorlijk vervullen, kan mogelijk in een enquêteprocedure door de Ondernemingskamer worden ingegrepen, door bijvoorbeeld bij onmiddellijke voorziening een onafhankelijke bestuurder of commissaris met bijzondere (veto)rechten te benoemen.

In de praktijk hebben de aandeelhouders bij een openbaar bod of een ander strategisch besluit niet vanuit juridisch perspectief voorrang, maar hebben zij bij een fundamentele strategiewijziging vaak wel een *feitelijke machtpositie* en daarmee een cruciale rol. Uiteindelijk zal bijvoorbeeld een door bestuur en RvC ondersteund bod immers niet slagen als aandeelhouders de biedprijs te laag vinden en het bod om die reden niet aanvaarden. Die directe feitelijke macht van aandeelhouders bestaat echter niet of nauwelijks als bestuur en RvC tegen de zin van de aandeelhouders de strategie niet wijzigen, bijvoorbeeld door een bod niet te steunen. Ook in die gevallen is de opvatting (van een meerderheid) van de aandeelhouders niet juridisch bepalend. De realiteit kan echter – zeker op termijn – wel veranderen. Bij langdurige impasses kan het leven van de vennootschapsleiding aanzienlijk worden bemoeilijkt door (publieke) druk en de, op zich rechtmatige, uitoefening van aandeelhoudersrechten. Zo kunnen aandeelhouders reguliere herbenoemingen afkeuren, decharge weigeren, of voortdurend juridische procedures starten waarin de handelwijze van bestuur en RvC kritisch wordt getoetst. Daarnaast blijft de beurskoers een belangrijke factor, bijvoorbeeld voor (toekomstige) financiering en als graadmeter voor succes, en zullen bestuur en RvC beïnvloed kunnen worden indien (te veel) beleggers hun heil elders zoeken. Onbegrip en een aanhoudend gebrek aan vertrouwen in de strategie bij een substantieel deel van de aandeelhouders, kan schadelijk zijn voor de vennootschap; het kan op de weg van bestuur en RvC liggen te proberen de verhoudingen te normaliseren. Bestuur en RvC kunnen in de praktijk ervoor kiezen hun aanzienlijke bevoegdheden gebalanceerd uit te oefenen om de relatie met de aandeelhouders zo goed mogelijk te houden.

Indien (een meerderheid van de) aandeelhouders langdurig van mening verschillen met bestuur en RvC over de strategische keuzes, kan op een bepaald moment voor bestuur en RvC geen andere levensvatbare route bestaan dan een alternatieve strategie die niet hun voorkeursscenario is. Behoorlijke taakuitoefening vergt immers ook realiteitszin in geval van gewijzigde omstandigheden. Met andere woorden: de bevoegdheid van bestuur en RvC om de strategie te bepalen kan in de praktijk worden beperkt door (het effect van) de feitelijke macht of opvattingen van de aandeelhouders en de uitoefening van aandeelhoudersrechten. Dit laat echter de (juridische) bevoegdheid en verantwoordelijkheid van bestuur en RvC om in het vennootschapsbelang te handelen onverlet en creëert geen algemene plicht tot

constructieve onderhandelingen of aanvaarden van compromissen, zolang dat niet strookt met het vennootschapsbelang.

2.5 *Mogelijkheid bescherming*

Om bestuur en RvC in staat te stellen zich naar de hierboven beschreven normen te (blijven) richten, vormt de mogelijkheid van bescherming het – soms noodzakelijke – sluitstuk. Zonder adequate beschermingsmaatregelen kan een (toevallige) meerderheid in de aandeelhoudersvergadering of van een vijandig bieder het lot van de vennootschap bezegelen. In die gevallen zouden aandeelhouders – handelend vanuit hun eigenbelang – hun macht kunnen gebruiken om bijvoorbeeld het ontslag van het bestuur te bewerkstelligen. Bescherming kan noodzakelijk zijn om de missie van bestuur en RvC gericht op het bestendige succes van de onderneming en langetermijnwaardecreatie daadwerkelijk mogelijk te maken. Dit geldt ook indien die route anders is dan de meerderheid van de aandeelhouders wenst of indien die niet tot de hoogste aandeelhouderswaarde leidt, zo bevestigde de Ondernemingskamer expliciet in *AkzoNobel*.⁵

In een stakeholdermodel moet bescherming mogelijk zijn, ook tegen een relevante voortdurende dreiging zolang dat noodzakelijk is. Waarom zou immers louter door verloop van tijd de bestuurcentrische bevoegdheidsverdeling en het vennootschapsbelang opzij worden gezet? Dat past niet bij een geloofwaardig Nederlands stakeholdermodel. Het zwaartepunt van de door de Hoge Raad geformuleerde norm voor bescherming in de *Rodamco North America* (RNA) uitspraak uit 2003, ligt bij het vereiste dat bescherming noodzakelijk moet zijn tegen en bedreiging van het vennootschapsbelang of de belangen van stakeholders en de eis dat de maatregel adequaat en proportioneel moet zijn.⁶ De Hoge Raad overwoog ook dat bescherming in het algemeen niet voor onbepaalde tijd kan uitstaan. Die formulering laat al ruimte voor het blijven bestaan van bescherming in bijzondere omstandigheden. De RNA-uitspraak werd echter expliciet gebaseerd op de destijds bestaande rechtsopvattingen. De huidige rechtsopvattingen en de betekenisvolle invulling van het stakeholdermodel in *Cancun* en de Code onderbouwen inmiddels de mogelijkheid dat bescherming kan voortduren zolang er een dreiging is.⁷ Er is ook geen reden dat de vrijstelling van het verplicht bod voor een beschermingsstichting die 30% of meer van de stemrechten verkrijgt na twee jaar vervalt. Deze door de wetgever niet-onderbouwde en niet-toegelichte termijn moet worden

5 Hof Amsterdam 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, r.o. 3.34, een logische toepassing en uitleg van het stakeholdermodel, die echter wenkbrauwen van Angelsaksische aandeelhouders deed fronsen.

6 Zie bijvoorbeeld M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames. De rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten* (diss. Amsterdam UvA, Uitgave vanwege het Instituut voor Onderneming en Recht, deel 79), Deventer: Kluwer 2010.

7 De Overnamerichtlijn en de implementatie daarvan in Nederland vereisen immers – anders dan de conceptrichtlijn die bestond ten tijde van RNA – geen neutraliteit van het bestuur, de ten tijde van RNA bestaande ideeën over dat bescherming zou moeten kunnen worden doorbroken zijn niet in wetgeving omgezet, en de ABN AMRO saga en financiële crisis leerden wat er mis kan gaan als aandeelhoudersbelangen prevaleren boven het ondernemingsbelang en dat van alle stakeholders. Zie ook G.T.M.J. Raaijmakers, 'De tijdelijkheid van beschermingsmaatregelen', in P.H.J. Essers, *Met Recht, liber amicorum M.J.G.C. Raaijmakers*, Deventer: Kluwer 2009, p. 361-369.

afgeschafte.⁸ Anders dan soms wordt gedacht is de twee jaar termijn ook niet een eindtermijn van bescherming: de beschermingsstichting kan blijven beschermen bijvoorbeeld met een tot onder de 30% biedgrens afgebouwd belang.

Het algemene Nederlandse systeem biedt al veel bescherming, in ieder geval om een vijandig bod lang te belemmeren, zoals door de responstijd uit de Code van 180 dagen, die mogelijk wettelijk wordt verlengd tot 250 dagen. Om het systeem helemaal dicht te timmeren is echter ook bescherming nodig die voort kan duren zolang er een dreiging is, mogelijk langer dan die wachttermijn. Voor vijandig bieders en activistische aandeelhouders is essentieel of uiteindelijk een juridische route bestaat de controle te verkrijgen, in jargon *legal pathway* genoemd. Daarbij zijn zij mogelijk bereid geduld uit te oefenen, zeker als hun campagne toch al een vergelijkbaar tijdspad kennen zoals het doorlopen van de biedingstermijnen van 6-8 maanden of het stap voor stap opvoeren van druk voor gepropageerde strategische plannen.

De meerderheid van de Nederlandse beursvennootschappen heeft een stichting preferente aandelen die de invloed van een vijandigieder of activist kan neutraliseren in de aandeelhoudersvergadering. Ook onbeschermden Nederlandse vennootschappen mogen *ad-hoc*bescherming zoeken om onheil af te weren, zo bevestigde de Hoge Raad in *RNA* en ook de Nederlandse implementatie van de Overnamerichtlijn verbiedt het bestuur zoals gezegd geen frustrerende maatregelen te nemen. In de praktijk zal een *ad-hoc*structuur op dochtervennootschap niveau voor de hand liggen en vaak met wat creativiteit mogelijk zijn, waar bescherming op NV niveau – na de beursgang vaak niet te verwachten – goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering van de top NV zou vereisen.⁹

3. Beoordeling openbaar bod

3.1 Rol bestuur en RvC

Het besluit over het opgeven van de *stand-alone*strategie door steun en aanbeveling van een bod is een van de meest existentiële beslissingen voor de vennootschapsleiding van een beursvennootschap. In de praktijk is de beslissing opgedragen aan een hele kleine groep: bestuurders, commissarissen, enkele hoge functionarissen en adviseurs. Op hen rust een grote verantwoordelijkheid; zij moeten met een zorgvuldig proces, mogelijk onder grote (tijds)druk en kritiek van aandeelhouders en/of andere stakeholders, het beste resultaat realiseren. Bovendien moeten zij daarover verantwoording afleggen in persconferenties, aandeelhoudersvergaderingen en mogelijk in rechte. Elk overnameproces is uniek en kent specifieke uitdagingen.

⁸ C.J.C. de Brauw, 'N.V.'s met een beursnotering buiten Nederland; een internationaal perspectief op het Nederlandse model', in: G. van Solinge (red.), *Nederland, het Delaware van Europa?* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 135), Deventer: Wolters Kluwer 2016, par. 7.

⁹ Zie nader C.J.C. de Brauw, 'De leer van de onomkeerbare feiten en *ad-hoc* bescherming', in S. Perrick, H.J. de Kluiver & I. Spinath (red.), *Kort Juridisch. Liber Amicorum Peter Wakkie*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Inhoudelijk gaat het vooral om het bepalen van de beste strategische optie, met een adequate afweging van de belangen van de stakeholders. Het belang van een zorgvuldig proces is in de praktijk groot en biedt houvast: een zorgvuldig proces en een afgewogen oordeel bieden de grootste kans op een redelijkerwijs juist besluit. Daarnaast zal het besluitvormingsproces in rechte kritischer en vollediger worden getoetst dan de marginaal te toetsen inhoud van het genomen besluit. De toetsing zal recht moeten doen aan de beleidsvrijheid van bestuur en RvC in de, vaak lastige, omstandigheden de in hun ogen beste koers te kiezen uit de mogelijke uitkomsten en scenario's. Dit alles binnen een marge van redelijkheid en met mogelijk meerdere verdedigbare alternatieven. Daarbij moet hun vrijheid om slagvaardig te ondernemen en bevoegdheden autonoom uit te oefenen zonder risico van persoonlijke aansprakelijkheid worden onderkend. Behoorlijke en zorgvuldige taakuitoefening kent echter geen plaats voor *entrenchment*: bestuur en RvC moeten openstaan voor eventuele betere strategische opties en kunnen niet discretionair, zonder adequate beoordeling en motivering een voorgesteld superieur strategisch alternatief afwijzen en zonder goede redenen vasthouden aan de *stand-alone* strategie. Aan de hand van de verantwoordingsplicht kan dit achteraf worden getoetst.

3.2 *Inhoudelijke beoordeling*

Zoals bevestigd in de *ABN AMRO*-beschikking van de Hoge Raad, verandert het stakeholdermodel niet indien de *stand-alone* strategie wordt verlaten: ook dan is het vennootschapsbelang en de belangen van alle stakeholders leidend, en hebben de aandeelhouders niet het primaat. In de praktijk staan bij de beoordeling van een openbaar bod drie hoofdonderwerpen op de agenda van bestuur en RvC: (i) strategische rationale; (ii) prijs en waardering van de onderneming; en (iii) dealzekerheid. Onder omstandigheden kunnen belangen van de werknemers (of eventueel een andere bepaalde categorie stakeholders) daar als vierde onderwerp prominenter bij komen, bijvoorbeeld als die belangen (mogelijk) substantieel worden geschaad. De hoofdonderwerpen zijn in de loop der tijd niet veranderd, maar de weging van de factoren en toetsing daarvan in rechte zal nu – als het erop aankomt – anders zijn dan voorafgaand aan de financiële crisis en, *Cancon* en de huidige Code. In evidente gevallen waar bij een voorgesteld bod sprake is van een faire prijs, overtuigende strategie, dealzekerheid en positieve gevolgen voor alle stakeholders, is het scherp krijgen van de belangenafweging mogelijk minder nodig. Bij situaties waar het erom spant, zoals bij een vijandig bod, zal het belang van de verschillende factoren scherper in beeld komen. Dan zal het belang van de langetermijnstrategie en de toekomst van de onderneming relatief meer gewicht moeten krijgen, waar dit voorheen vaak een meer cosmetisch opgevoerd argument was en de focus vooral was gericht op de hoogte van de biedprijs. In de praktijk werd vroeger – dogmatisch beschouwd, mogelijk via invulling van de resultanteleer in een tijd met meer focus op de belangen van de aandeelhouders – een bod wel gesteund indien de biedprijs de (realistische) lange termijn (aandeelhouders)waarde reflecteerde, tenzij de belangen van de andere stakeholders disproportioneel werden

geschaad. Inmiddels zal de vennootschapsleiding het bod in beginsel moeten steunen, indien de overname naar verwachting de meest succesvolle strategische optie biedt, voldoende dealzekerheid kent en de belangen van stakeholders niet onevenredig of onnodig worden geschaad.

3.2.1 *Strategie*

Bij de beoordeling van een bod is de kernvraag of de door het bod beoogde strategie, de *stand-alone*strategie of andere alternatieve strategische opties het beste het bestendige succes van de onderneming en langetermijnwaardecreatie bevorderen. Welke strategische optie biedt de beste, meest succesvolle toekomst voor de onderneming, gebaseerd op in par. 2.3.2 genoemde (succes)factoren? Bestuur en RvC moeten de (strategische) plannen en doeleinden van de bieder beoordelen en afzetten tegen de *stand-alone*strategie. Bij deze beoordeling wordt de proef op de som genomen van de bestaande strategie. De uitkomst van de beoordeling kan erin resulteren dat de continuïteit en zelfstandigheid van de onderneming moet worden behouden, maar dat hoeft niet. Bij succesvolle biedingen zal dat laatste immers vaak juist niet het geval zijn: door de overname wordt de onderneming van de doelvennootschap onderdeel van een groter geheel, of wordt zij in een andere omgeving geplaatst waar meer kans op succes bestaat. Door op te gaan in een andere onderneming kan de kans op succes als geheel groter en bestendiger zijn dan in de *stand-alone*optie. Er zijn tal van redenen waardoor een overname een betere gecombineerde strategie kan opleveren, bijvoorbeeld als de overname leidt tot consolidatie en schaalgroottes en kostenbesparingen. Voor ondernemingen met een haperende strategie of slechte financiële positie kan een overname de enige mogelijkheid op (hernieuwd) succes zijn. Ook kunnen de voordelen van een *delisting* overheersen, indien daardoor ruimte wordt gecreëerd voor implementatie van een langetermijnstrategie en de vennootschap wordt bevrijd van de korte termijn druk op de beurskoers en de met notering gemoeide kosten.

3.2.2 *Prijs en aandeelhoudersbelang*

Hoewel de gekozen strategische route vanuit juridische optiek bepalend moet zijn, zal als onderdeel van de afweging het aandeelhoudersbelang wel prominent zijn. De waardering en de beste strategische optie kunnen ook communicerende vaten zijn: de beste route voor bestendig succes zal immers vaak ook de hoogste waardering, en in een overnamescenario biedprijs, reflecteren. Hoewel aandeelhouders gebaat kunnen zijn bij waardecreatie op lange termijn, kunnen de belangen van aandeelhouders bij een bod ook daarvan afwijken. Voor aandeelhouders die in een *cash*-bod hun aandelen willen verkopen, bestaat immers geen belang bij langetermijnwaardeontwikkeling. Vanuit het perspectief om ook die belangen te behartigen, zullen bestuur en RvC moeten streven naar de hoogste althans redelijke prijs die de realistische langetermijnaandeelhouderswaarde reflecteert, voor zover daarmee hun strategische keuze niet (te zeer) wordt belemmerd. De biedprijs en steun van aandeelhouders is zoals in par. 2.4 gezegd ook essentieel voor de, hierna

nader te bespreken, dealzekerheid en daarmee juridisch relevant voor bestuur en RvC.

3.2.3 Overige stakeholders

Werknemers zijn in de praktijk vaak – samen met de aandeelhouders – de belangrijkste categorie stakeholders. Hun langetermijnpositie zal over het algemeen gebaat zijn bij lange termijn succes van de onderneming, omdat daarmee de toekomst van de werknemers ook zoveel mogelijk is verzekerd. Bestuur en RvC moeten ervoor zorgen dat de belangen van de werknemers niet onnodig of onevenredig worden geschaad, waarbij vaak de vraag in hoeverre de werkgelegenheid behouden wordt het belangrijkste is. Bestuur en RvC kunnen hierover met de bieder afspraken maken, in jargon *non-financial covenants* genoemd, zodat eventuele negatieve gevolgen op korte termijn worden gemitigeerd. Indien dat niet in voldoende mate mogelijk is en een (te) substantieel deel van de werkgelegenheid in een voorliggende strategische optie moet verdwijnen, kan dat reden zijn voor de keuze voor het vasthouden aan de *stand-alone*strategie of een alternatieve strategie in plaats van een samengaan met de bieder.

De realiteit is dat, uitzonderingen daargelaten, de belangen van de overige categorieën stakeholders, zoals leveranciers en klanten, in de praktijk wel zorgvuldig worden beoordeeld, maar minder aandacht vragen. Dat komt vaak door het feit dat die belangen in mindere mate rechtstreeks worden geraakt door een overname, bijvoorbeeld omdat hun relatie met de vennootschap contractueel is verankerd, en zij dus minder bescherming nodig hebben.

3.2.4 Dealzekerheid

Het is vanuit het perspectief van de doelvennootschap cruciaal om voor dealzekerheid te zorgen, zodat een gesteunde transactie daadwerkelijk doorgaat na de (eerste) publieke aankondiging en de vennootschap ‘in play’ is. Bestuur en RvC scharen zich immers publiekelijk achter de plannen van de bieder. Indien het bod dan onverhoopt niet slaagt, anders dan als gevolg van een superieur concurrerend bod, moet de – mogelijk niet meer geloofwaardige – opgegeven eigen *stand-alone*strategie weer worden omarmd. Daarnaast is het wenselijk dat de duur van het proces beperkt blijft, omdat een lang proces met onzekerheid over de integratie na het bod demotiverend kan werken voor management en werknemers. De doelvennootschap zal daarom de haalbaarheid van het bod kritisch analyseren. Risicoloze strategische beslissingen bestaan echter niet, zodat bepaalde risico’s ten aanzien van (niet-)totstandkoming van de transactie kunnen worden aanvaard.

Bij een keuze uit twee biedingen kan de doelvennootschap kiezen voor het (op onderdelen) minder aantrekkelijke bod, indien dat bod een aanzienlijk grotere kans van slagen heeft. De risico’s van niet-goedkeuring van de mededinging- en autoriteiten is een evident relevante factor. In de *TMG*-zaak onderstreepte de

Ondernemingskamer het belang van dealzekerheid en werd dit argument voor afwijzing van een (hoger concurrerend) bod geaccepteerd, mede gelet op het feit dat de eerste bieder al 59% hield.¹⁰

3.2.5 *Beste resultaat realiseren: binair besluit binnen range van aanvaardbare voorwaarden*

Indien bestuur en RvC tot het oordeel zijn gekomen dat het voorliggende bod de beste strategische optie is, zullen zij vervolgens het best mogelijke resultaat moeten proberen te realiseren. De uiteindelijke keuze is in beginsel binair: het bod steunen en aanbevelen of niet. De beslissing wordt vaak aan het einde van het besluitvormingsproces genomen. Het uiteindelijke pakket voorwaarden is de basis voor de (eind)beslissing, maar vaak zal de beslissing niet afhangen van iedere aparte voorwaarde. Dit past binnen de beleidsvrijheid van bestuur en RvC. Een aantal voorwaarden zal voor bestuur en RvC van dermate groot belang zijn dat zij in het uiteindelijke pakket moeten zijn opgenomen. Over het algemeen gaat het dan om bevestiging van de strategische koers, de minimale redelijke prijs, een aanvaardbaar minimum aanmeldingspercentage en daaraan gekoppelde dealzekerheid, afspraken met betrekking tot werkgelegenheid en een niet-prohibitieve exclusiviteitsregeling (inclusief *break fee*). Andere voorwaarden kunnen meer als onderdeel van het totaalpakket worden beoordeeld, waarbij ongunstige elementen op de koop toe kunnen worden genomen. Deze realiteit neemt niet weg dat bestuur en RvC de taak hebben om – voor zover mogelijk – op alle onderdelen de best mogelijke resultaten te boeken.

3.3 *Besluitvorming en biedingsproces*

3.3.1 *Zorgvuldig maatwerk*

Het bestuur moet – onder toezicht van de RvC – bepalen hoe het besluitvormings- en transactieproces in de gegeven omstandigheden het beste kan worden vormgegeven. Zij moeten het proces op een wijze inrichten die het meest in het vennootschapsbelang is. Daarvoor bestaat echter geen standaard draaiboek. Er is bijvoorbeeld niet een *market check* vereist om interesse van mogelijke andere bidders te peilen, maar dat mag wel. In de *TMG*- en *AkzoNobel*-uitspraken bevestigde de Ondernemingskamer dat er geen algemene steeds toepasbare stappen en (rechts)regels zijn voor de inrichting van het interne besluitvormingsproces en de onderhandelingen met de bieder, maar dat maatwerk is geboden. Het proces moet wel aan een aantal vereisten voldoen. Zo moet de besluitvorming over het voorliggende bod en de alternatieven zorgvuldig plaatsvinden, moeten bestuur en RvC voldoende openstaan voor een voorstel en zal besluitvorming moeten plaatsvinden op basis van adequate en redelijkerwijs beschikbare informatie.

¹⁰ Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 21 maart 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:930, *ARO* 2017/75 (*TMG*), r.o. 3.36 (a) en (b).

3.3.2 Rol van de RvC

De rol van de RvC is bij een openbaar bod zeer belangrijk. Nauwe en tijdige betrokkenheid bij het transactie- en besluitvormingsproces is vereist. De (onafhankelijke) RvC moet als achtervanger over het vennootschapsbelang en de belangen van stakeholders waken, aangezien hij in de regel het minste (persoonlijk) belang heeft bij een bepaalde uitkomst. De RvC zal in het bijzonder toezien op de zorgvuldigheid en beheersbaarheid van het proces. Het bestuur moet ervoor zorgen dat de RvC adequaat wordt betrokken. Dit zal in de regel bij een serieus bod met zich brengen dat geen belangrijke of onomkeerbare stappen worden genomen zonder betrokkenheid van de RvC. De RvC zal, gelet op het belang van de transactie en zijn verantwoordelijkheid voor toezicht op het beleid en de strategie, met het besluit over de transactie en belangrijke onderdelen daarvan moeten instemmen.

RvC en bestuur richten zich naar hetzelfde vennootschapsbelang en trekken dan ook meestal samen op en komen uiteindelijk – mogelijk na interne discussie, beraadslaging, advisering en onderzoek – tot hetzelfde inhoudelijke standpunt. Bestuur en RvC kunnen ook van mening verschillen, bijvoorbeeld ten aanzien van de (tactische) inrichting van het proces of omgang met tegenstrijdige belangen (vooral) van bestuurders. Indien bestuur en RvC het oneens blijven, ontstaat voor de vennootschap mogelijk een zeer schadelijke situatie. Onverenigbaarheid van de verschillende visies kan ertoe leiden dat individuele bestuurders en commissarissen geen andere mogelijkheid zien dan aftreden. Zij kunnen ook kiezen voor onthouding van stemmen op bepaalde onderdelen, of een genuanceerde standpuntbepaling over het bod innemen. Als bestuur en RvC uiteindelijk verdeeld blijven, is het indien nodig meestal de geëigende route in het vennootschapsrecht dat de RvC ingrijpt om ervoor te zorgen dat de vennootschap met één stem spreekt. Daarbij kan de RvC bijvoorbeeld overgaan tot schorsing of (voordracht tot) ontslag van de bestuurders, zoals bij *TMG*. Of een eventuele impasse moet worden doorbroken door dat ultimatum remedium, zal afhangen van de omstandigheden. Het spreekt voor zich dat alle betrokkenen zich tot het uiterste moeten inspannen om dit scenario te voorkomen, mede gelet op de publiciteit en de mogelijke verzwakte onderhandelingspositie tegenover de bidder. Bij procedurele misstanden of evident onzorgvuldig gedrag van het bestuur zal eerder een noodzaak bestaan tot ingrijpen. Bij uitsluitend een inhoudelijk verschil van mening over welke strategische optie het beste is ligt dat anders, daar is moeilijk(er) voorstelbaar dat de RvC zijn mening oplegt. In het laatste geval kan een mogelijke oplossing zijn de *stand-alone* strategie (tijdelijk) voort te zetten, zodat ruimte ontstaat voor bezinning en overleg. Indien het van groot belang is dat een keuze wordt gemaakt, bijvoorbeeld omdat een relevante deadline bestaat, kan echter in het belang van de vennootschap zijn een keuze te maken, die onmiddellijk ingrijpen door de RvC rechtvaardigt.

3.3.3 *Handelwijze jegens bieder*

Na ontvangst van een voorstel is een aantal verschillende reacties denkbaar; variërend van de start van een (onderhandelings)proces met de bieder, waarin wordt gevraagd om meer informatie, opheldering of verbetering van het voorstel, tot een afwijzing van het bod met actief verzet en beschermingsmaatregelen. Er bestaat geen algemene plicht voor de doelvennootschap te overleggen of te onderhandelen met de bieder. Als onderdeel van het op maat gemaakte proces kunnen bestuur en RvC de juiste interactie bepalen. Indien het bod (mogelijk) in het vennootschapsbelang is, zal de doelvennootschap een proces starten om het bod te concretiseren en te verbeteren zodat een optimaal resultaat wordt bereikt. Bij een voorstel dat (te grote) onduidelijkheden of (preliminaire) onoverkomelijke bezwaren kent, kan de doelvennootschap aansturen op verduidelijking of op het eerst oplossen van deze bezwaren. Is het voorstel echter niet in het vennootschapsbelang, kent het (te veel) niet op te lossen bezwaren of beantwoordt de bieder vragen van de doelvennootschap niet adequaat, dan kan afwijzing volgen. Indien er daadwerkelijk voldoende informatie is voor een zorgvuldige beoordeling, kan afwijzing mogelijk zelfs zonder nader onderzoek of overleg met de bieder geschieden (*'just say no'*).

4. **Bescherming tegen vijandige biedingen en aandeelhoudersactivisme**

De vergaande bevoegdheid van bestuur en RvC over strategiebepaling in het Nederlandse model betekent concreet dat zij in de regel een bod kunnen afwijzen, zonder verdere betrokkenheid van aandeelhouders. De bieder houdt dan alleen nog de (zeer) onaantrekkelijke vijandige route over indien hij toch door zou willen gaan. In dat scenario ontbreekt de belangrijke medewerking van de doelvennootschap, bijvoorbeeld bij het toelaten van *duediligence*onderzoek. Ook voorstellen van een activistische aandeelhouder kunnen worden afgewezen. Bieder en activist moeten ook rekening houden met de mogelijkheid van beschermingsmaatregelen door de stichting preferente aandelen, indien aanwezig, of de vennootschap.

Wat wordt met een vijandig bod of af te weren activisme in het hiervoor beschreven stakeholdermodel bedoeld? Het gaat om voorstellen die volgens bestuur en RvC niet in het vennootschapsbelang zijn en/of de belangen van stakeholders benadelen. Bestuur en RvC moeten de beste strategische optie (blijven) kiezen, maar dat betekent niet dat voorstellen voor een andere, ook verdedigbare route of een mogelijk betere route, moeten worden overgenomen. Bestuur en RvC hebben beoordelingsvrijheid en mogen de keuze maken, en zelfs indien een voorstel beter kan zijn, kan dit niet gekozen worden, bijvoorbeeld gelet op de executierisico's. Ook kan een voorstel worden afgewezen door de (onnodige of onevenredige) benadeling van stakeholders daarvan. Ten slotte kan een voorstel en de door bieder of activist gekozen procedure of aanval, uitoefening van de bevoegdheid van bestuur en RvC doorkruisen en/of anderszins een status quo of rustperiode nodig

zijn en kan op die gronden worden afgewezen of bescherming worden ingezet, bijvoorbeeld indien anders het aandeelhoudersbestand onomkeerbaar verandert door toetreden van in *wolf packs* jagende activisten. In de praktijk is gebleken dat het Nederlandse systeem daadwerkelijk de bevoegdheden van bestuur en RvC de beste strategische optie te bepalen, kan beschermen. Zo greep bij *Mylan* de beschermingsstichting, of voor de Amerikanen, de ‘Stitsjing’, tegen de bedreiging van de succesvolle langetermijngroeistrategie van *Mylan* door het cash bod van vijandig bieder Teva, en bevestigde de Ondernemingskamer dat AkzoNobel niet verplicht was mee te werken aan het opgeven van de stand-alonestrategie en te overleggen met bieder PPG.

Indien echter na zorgvuldig, open beoordeling van een voorstel blijkt dat een alternatieve route materieel superieur is aan de stand-alonestrategie, het voorstel geen (disproportionele of onnodige) benadeling van stakeholders kent en realistisch is, kunnen bestuur en RvC oordelen dat dit in het vennootschapsbelang is. Vooral bij voorstellen van activisten kan nog spelen dat daarvan een deel wordt overgenomen, waarvan bestuur en RvC vinden dat het de strategie verbetert. Bij vijandige biedingen bestaat meer een binair scenario: het bod slaagt of niet. Ook verbetering van voorstellen of bijvoorbeeld het wegvallen van alternatieven kan meebrengen dat bestuur en RvC uiteindelijk de voorstellen, mogelijk na onderhandeling, kunnen omarmen. Juridische bescherming zou zoals gezegd moeten kunnen voortduren zolang er een relevante dreiging is, bijvoorbeeld een vijandig bieder die de onderneming wil opknippen en de werkgelegenheid fors wil verminderen en in die plannen volhardt. De feitelijke situatie kan echter zoals gezegd een nieuwe realiteit vereisen waarin de stand-alonestrategie niet langer wordt beschermd, bijvoorbeeld indien de bieder het bod gestand doet met 85% van het aandelenkapitaal, waardoor een bod van andere bidders illusoir wordt, en de bieder de gevolgen voor de onderneming en stakeholders verbetert.

5. Toekomst van het stakeholdermodel

De bestuurcentrische bevoegdheidsverdeling en de invulling van het vennootschapsbelang bij strategiebepaling en openbare biedingen is recent betekenisvol ingevuld in rechterlijke uitspraken en de Code. Deze ontwikkelingen hebben geleid tot nadere invulling van de taakopdracht van bestuur en RvC: zij bepalen de beste strategische optie voor het bevorderen van een bestendig succes van de onderneming en het creëren van langetermijnwaardcreatie. De bestaande strategie zal daarom het voornaamste anker zijn voor de beoordeling van een (ongevraagd) openbaar bod, het inroepen van beschermingsmaatregelen tegen een vijandig bod en aandeelhoudersactivisme. Het Nederlandse model geeft bestuur en RvC de opdracht zich vooral te richten op het bepalen en uitvoeren van de beste strategische optie, en in het Nederlandse model bestaat er ruimte hun opdracht indien nodig te beschermen. Dit sluit goed aan bij de wat in de realiteit van bestuurders en commissarissen wordt verwacht. Voortdurende actualisering en

aanscherping van de strategie aan de (gewijzigde) omstandigheden, en een overtuigende uitleg van de strategie zijn als voorbereiding op onaangekondigde voorstellen essentieel.

Het Nederlandse systeem van bescherming is ook vrijwel ongeëvenaard in de wereld. Anders dan soms wordt gedacht, kent bijvoorbeeld Delaware geen waterdichte beschermingsmaatregelen. De *poison pill* werkt daar wel tegen een vijandig bod op zich omdat deze het belang van de bieder verwatert, maar de bieder of activisten kunnen via de achterdeur in een *proxy fight* het bestuur van de target vervangen en daartegen werkt de *pill* niet.

Zoals bevestigd in de *AkzoNobel*-uitspraak, is voor de positie van aandeelhouders hun recht op verantwoording van groot belang. Daarmee vindt immers de toetsing van de taakuitoefening door bestuur en RvC plaats. Naar verwachting zullen aandeelhouders hun recht op verantwoording en andere aandeelhoudersrechten steeds actiever proberen af te dwingen en uit te oefenen indien zij ontevreden zijn over de koers van bestuur en RvC. De rol van de Ondernemingskamer zal nog belangrijker kunnen worden als veiligheidsklep van het systeem om te toetsen of bestuur en RvC de hun toegekende ruime bevoegdheden met een *open mind* en zorgvuldig hebben uitgeoefend.

Voor (buitenlandse) aandeelhouders zal hun beperkte invloed in het bestuurcentrische stakeholdermodel moeilijk te begrijpen blijven, zeker in vergelijking met veel andere aandeelhoudersvriendelijkere jurisdicties, zoals Delaware. Dat kan veranderen als het model succesvol en economisch realistisch blijkt. Dan zou het mogelijk als *acquired taste* omarmd kunnen worden, als systeem waarin de onwenselijke effecten van *short termism* effectief kunnen worden tegengegaan. Daarvoor is nodig dat Nederlandse vennootschappen op lange termijn daadwerkelijk een *trackrecord* van succes en waardecreatie laten zien en bestuur en RvC keuzes adequaat verantwoorden. De door Nederlandse beursvennootschappen geboekte resultaten zullen dan hopelijk positief vergeleken kunnen worden met die van vennootschappen uit rechtsstelsels waar minder bescherming bestaat tegen *short termism* en de uitoefening van korte termijn aandeelhoudersmacht een belemmering kan zijn voor de langetermijnstrategie.¹¹ Het Nederlandse model kan mogelijk ook aan wereldwijde populariteit winnen omdat het als geen ander is uitgerust om duurzaamheid, de circulaire economie en stakeholders belangen te waarborgen, iets wat zelfs in de VS recent meer aandacht heeft gekregen, onder meer van BlackRock, de grootste belegger van de wereld.¹²

¹¹ Vgl. De Brauw 2016, par. 7.

¹² Vgl. de brief van BlackRock CEO Larry Fink aan CEOs van 2018, zie www.blackrock.com.