

De relationship agreement

Ondernemingsrecht 2017/70

Geconcentreerd aandelenbezit komt wereldwijd vaker voor dan verspreid aandelenbezit. Het aantal in het buitenland genoteerde vennootschappen dat de NV als rechtsvorm kiest (“beurs-NV’s in den vreemde”²), waarbij relatief vaak sprake is van geconcentreerd aandelenbezit, is de laatste jaren toegenomen. Deze trend heeft geleid tot een debat over corporate governance vraagstukken bij beurs-NV’s in den vreemde en in Nederland genoteerde beursvennootschappen (“beurs-NV’s”) met een geconcentreerd aandelenbezit. Een vergelijkbaar debat is een paar jaar geleden gevoerd in Engeland. Dit debat heeft geleid tot een aanpassing in 2014 van de Listing Rules van de London Stock Exchange (“LSE”). Vennootschappen met een *premium listing* zijn verplicht met de controlerende aandeelhouder, waarvan op grond van de Listing Rules sprake is bij een aandeelhouder met ten minste 30% van de stemrechten, een aantal afspraken vast te leggen in een overeenkomst. Eumedion heeft in haar *Position Paper*³ van 28 juni 2016 gepleit voor invoering in Nederland van een vergelijkbare verplichting. In de praktijk wordt een overeenkomst tussen een beursvennootschap en een of meer aandeelhouders vaak aangeduid als een *relationship agreement*.

In deze bijdrage wordt betoogd dat de invoering in Nederland van een verplichting om bepaalde afspraken te maken in een *relationship agreement* met een controlerende aandeelhouder niet gewenst is. Een dergelijke verplichting heeft beperkte toegevoegde waarde en mogelijk nadelige gevolgen voor het vestigingsklimaat. Daarnaast wordt de flexibiliteit van de vennootschap om de governance aan te passen aan veranderende omstandigheden er door beperkt. Wel zou de vennootschap een gesloten *relationship agreement* openbaar moeten maken.

Verder onderzoek is nodig naar de vraag of andere maatregelen gewenst zijn, in het bijzonder als zich specifieke situaties zoals een openbaar bod voordoen of bij toekenning van extra stemrechten.⁴ Het verdient aanbeveling de discussie die daarover internationaal wordt gevoerd te volgen. Zolang geen overtuigend bewijs voorhanden is dat ondernemingen en

beleggers Nederland mijden vanwege onvoldoende checks and balances en ongelukken op grote schaal uitblijven, ligt terughoudendheid in de rede.

1. Inleiding

Een overeenkomst tussen een beursvennootschap en een of meer aandeelhouders die een substantieel belang houden (hierna: “grootaandeelhouder”), wordt meestal aangeduid als een *relationship agreement*. In de praktijk komen ook andere benamingen voor. Daarbij kan het gaan om een overeenkomst met een grootaandeelhouder met overwegende zeggenschap in de zin van de Wft (het kunnen uitoefenen van ten minste 30% van de stemrechten; hierna ook: “controlerende aandeelhouder”), maar dat hoeft niet. Het initiatief kan uitgaan van de grootaandeelhouder (bijvoorbeeld om afspraken vast te leggen over het recht om personen voor te dragen als commissaris) of van de vennootschap (bijvoorbeeld om de instemming met de strategie vast te leggen na een geschil met een activistische aandeelhouder).⁵ De uiteindelijke bepalingen in de *relationship agreement* zijn in de praktijk het resultaat van uitgebreide onderhandelingen. Dat in Nederland een debat plaatsvindt over de *relationship agreement*, is het gevolg van het toenemend aantal beurs-NV’s in den vreemde.⁶ Het gebruik van de Nederlandse rechtsvorm en de mogelijkheid om extra stemrechten of loyaliteitsstemrecht toe te kennen, leidt er volgens Eumedion toe dat de controlerende aandeelhouder ten koste van de minderheidsaandeelhouder wordt bevoordeeld. Dit zou het beleggingsklimaat in Nederland schaden.⁷ Een van de voorstellen van Eumedion om de bescherming van minderheidsaandeelhouders te verbeteren, is een *best practice* bepaling in de corporate governance code die voorschrijft dat de vennootschap een *relationship agreement* sluit met een controlerende aandeelhouder. De volgende elementen zouden in de overeenkomst moeten worden opgenomen: (i) een bevestiging dat alle transacties tussen de vennootschap en de controlerende aandeelhouder tegen marktconforme voorwaarden worden overeengekomen; (ii) eventuele vertegenwoordiging van de controlerende aandeelhouder in de RvC of *one-tier board* en in zijn commissies, waarbij moet worden aangegeven of de vertegenwoordiging in de RvC of de *one-tier board* en zijn commissies wordt verminderd of beëindigd wanneer het aandelenbelang bepaalde grenzen onderschrijdt; en (iii) waarborgen om alle schijn van han-

1 Heleen Kersten is advocaat te Amsterdam.

2 Zie A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, ‘De beurs-NV in den vreemde’, *Ondernemingsrecht* 2014/15; A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, ‘De beurs-NV in den vreemde’, *IVO/ICFG Working Papers* 2014/01, te vinden op: www.beursvennootschap.nl en A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in ’t Veld, ‘Multiple Corporate Citizenship’, *Ondernemingsrecht* 2015/120.

3 Eumedion ‘Position Paper d.d. 28 juni 2016. Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met een controlerend aandeelhouder’, te vinden op: www.eumedion.nl (“Position Paper”).

4 D.m.v. verschillende soorten aandelen met hoog en laag stemrecht (*dual-class aandelen*) of het toekennen van loyaliteitsstemrecht.

5 In deze bijdrage ga ik niet in op de rechtsgeldigheid van buitenstatutaire governance afspraken. Zie J.M. Blanco Fernández, ‘Bevoegdheidsovereenkomsten door bestuurders en commissarissen’, *Ondernemingsrecht* 2017/40.

6 Zie Bootsma & Hijink, *Ondernemingsrecht* 2014/15.

7 Zie het Eumedion position paper, de brief van Eumedion van 24 oktober 2016 aan de Minister van Veiligheid en Justitie inzake de Nota vernieuwing ondernemingsrecht (bijlage bij *Kamerstukken II* 2016/17, 29752, 9); R. Abma, ‘De uitwassen van ons flexibele vennootschapsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2015/87 en R. Abma & P. Koster, ‘Juridisch walhalla pakt slecht uit voor beleggingsklimaat’, *FD* 24 oktober 2016.

del met voorwetenschap tegen te gaan. De belangrijkste elementen uit de relationship agreement en bij voorkeur de gehele overeenkomst zouden openbaar moeten worden gemaakt. Daarnaast vindt Eumedion dat de corporate governance code moet bepalen dat ten minste de meerderheid (of de helft, het Position Paper is op dit punt niet duidelijk) van de RvC of de one-tier board uit personen moet bestaan die aan de onafhankelijkheidscriteria van de corporate governance code voldoen. Daarbij mogen de vertegenwoordigers van de controlerende aandeelhouder geen extra rechten hebben, zoals specifieke goedkeuringsrechten of directe of indirecte vetorechten.⁸ De vraag die Eumedion in dit kader aan de orde stelt, is of de corporate governance code wel genoeg bescherming biedt tegen machtsmisbruik door de controlerende aandeelhouder. De vennootschap kan immers onder druk van de controlerende aandeelhouder afwijken van de bepalingen over de onafhankelijkheid van de leden van de RvC of one-tier board. Dit klemt te meer nu de wet de mogelijkheid biedt om bestuurders, commissarissen en aandeelhouders extra stemrechten toe te kennen.⁹

Niet iedereen is ervan overtuigd dat er een probleem is. VEUO en VNO-NCW vinden dat er geen aanwijzing is dat het vertrouwen van buitenlandse beleggers in Nederlandse ondernemingen en het Nederlandse rechtssysteem tanende zou zijn.¹⁰ In de literatuur en media zijn eveneens tegengeluiden naar voren gebracht.¹¹

Ook in andere landen wordt gediscussieerd over de vraag of controlerende aandeelhouders wel voldoende gecontroleerd worden. In de Verenigde Staten werd de discussie aangewakkerd door een toenemend aantal *social media*- en internetbedrijven dat extra stemrechten toekent aan controlerende aandeelhouders, zoals Alphabet (voorheen Google), LinkedIn en Facebook.¹² In Engeland kwam de discussie op gang door misstanden bij een aantal van oorsprong niet-Engelse bedrijven met een controlerende aandeelhouder.

Het debat in Nederland laat zien dat de meningen uiteenlopen over de vraag of schade dreigt voor het beleggingsklimaat alsmede over de vraag of in Nederland voldoende waarborgen bestaan tegen benadeling van aandeelhouders door controlerende aandeelhouders. Dit verbaast niet getoet op de belangen die verschillende stakeholders vertegenwoordigen. Ik beperk mij in deze bijdrage tot de vraag wat de toegevoegde waarde zou zijn van verplichte afspraken over transacties met de controlerende aandeelhouder, vertegenwoordiging in de RvC of one-tier board en informatieverstopping vanuit het oogpunt van bescherming van de minderheidsaandeelhouders. Ik hanteer daarbij als uitgangspunt dat nieuwe regels slechts ingevoerd zouden moeten worden als deze passen binnen de doelstellingen van het Nederlands ondernemingsrecht en verwacht mag worden dat de voordelen groter zijn dan de nadelen. Dat geldt ook voor regels in de corporate governance code, aangezien deze beschouwd worden als in Nederland levende rechtsovertuigingen waarmee rekening moet worden gehouden bij de vaststelling van wat redelijkheid en billijkheid in een concreet geval eisen.¹³

2. Relationship agreements in de praktijk

Uit onderzoek naar relationship agreements blijkt dat slechts een deel van de beurs-NV's en beurs-NV's in den vreemde met een controlerende aandeelhouder een relationship agreement heeft gesloten.¹⁴ De overgrote meerderheid van beurs-NV's opgenomen in de Nederlandse indices van de effectenbeurs Euronext hebben geen controlerende aandeelhouder.¹⁵ Ongeveer de helft van de lokale beurs-NV's die niet zijn opgenomen in deze indices en beurs-NV's in den vreemde hebben een controlerende aandeelhouder. Bij beurs-NV's die zijn opgenomen in de indices wordt iets vaker wel dan niet een relationship agreement gesloten indien er een controlerende aandeelhouder is.¹⁶ De overgrote meerderheid van de controlerende aandeelhouders van beurs-NV's in den vreemde is niet aan een relationship agreement gebonden. Bij geen van de lokale beurs-NV's is

⁸ Zie p. 2 en p. 9 van het *Position Paper*.

⁹ Zie art. 2:129 lid 2 BW, art. 2:140 lid 4 BW en art. 2:118 BW. In de Code is hier in zoverre aan tegemoetgekomen dat in de toelichting (p. 45) wordt opgemerkt dat het vereiste dat de meerderheid van de commissarissen onafhankelijk is niet mag worden ondermijnd door stemverhoudingen binnen de RvC indien wordt gewerkt met een regeling van meervoudig stemrecht op grond van art. 2:140 lid 4 BW. Zie voor de vraag of een code wel een geschikt instrument is voor bescherming van minderheidsaandeelhouders gelet op de invloed van een controlerende aandeelhouder op afwijkingen: 'Groenboek. Het EU-kader inzake corporate governance', COM 2011/164, par. 2.7, te vinden op: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011DC0164&qid=1493134761562&from=EN>.

¹⁰ Brief van VEUO/VNO-NCW van 23 november 2016 aan de Minister van Veiligheid en Justitie inzake VEUO/VNO-NCW visie ten behoeve van aangekondigde nota herziening ondernemingsrecht (bijlage bij *Kamerstukken II 2016/17, 29752, 9*).

¹¹ M. den Boogert, 'Eumedion ziet spoken rond Nederlandse NV vorm', *FD 13 juli 2015*; C. de Brauw, 'N.V.'s met een beursnotering buiten Nederland; een internationaal perspectief op het Nederlandse model', in: G. van Solinge, M. van Olfen & M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Nederland, het Delaware van Europa?*, Deventer: Kluwer 2016, p. 43-93 en L. Groothuis & P. van der Bijl, 'Rechten aandeelhouders staan niet onder druk in Nederland', *FD 1 november 2016*.

¹² Zie P.A. Gompers, J. Ishii & A. Metrick, 'Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States', *The Review of Financial Studies* 2010, 23, p. 1051 e.v., te vinden op: www.unibas.ch/fileadmin/www/redaktion/Summer_School/2012/YERMACK_David/Shareholder_Value/Gompers_Ishii_Metrick_RFS_2010.pdf.

¹³ HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *JOR 2010/228*, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.2 en HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, *JOR 2007/178*, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.4.

¹⁴ Dit onderzoek heb ik gedaan in april 2017, met dank aan J.W. Timman, aan de hand van jaarverslagen, het AFM register en informatie op internet. Hoewel de informatie op internet onjuist, onvolledig of verouderd kan zijn en bij beurs-NV's in den vreemde niet altijd duidelijk is of er een controlerende aandeelhouder is, geeft het onderzoek toch een goed beeld van de hoeveelheid, achtergrond en inhoud van gesloten relationship agreements. Niet alle overeenkomsten zijn gepubliceerd; mogelijk vermeldt de samenvatting niet alle materiële afspraken. Zie voor een overzicht van veel voorkomende bepalingen in relationship agreements: W.W.C.I.G. Bijveld, 'De relationship agreement tussen een beursvennootschap en haar grootaandeelhouder', *TOP 2015/589*.

¹⁵ Ik ben uitgegaan van ten minste één aandeelhouder met overwegende zeggenschap. Bij het invoeren van een verplichting om een relationship agreement te sluiten, ligt het voor de hand om aandeelhouders, met wie in onderling overleg wordt gehandeld, in de definitie van controlerende aandeelhouder op te nemen. Dat is ook gedaan in de nieuwe LSE Rules.

¹⁶ Ik heb daarbij ook relationship agreements in aanmerking genomen die zijn gesloten met een controlerende aandeelhouder die na de beursgang het belang heeft afgebouwd. Soms is een voordrachtsrecht niet in een relationship agreement maar in de statuten opgenomen (Takeaway, Holland Colours).

sprake van een relationship agreement met de controleren- de aandeelhouder. Meestal is een beursgang de aanleiding voor een relationship agreement.¹⁷ Soms blijkt duidelijk dat de overeenkomst is gesloten vanuit de wens van de oprichter om de continuïteit op lange termijn te beschermen.¹⁸ Binnen alle categorieën komen ook relationship agreements voor met grootaandeelhouders die minder dan 30% van de stemrechten kunnen uitoefenen. Afgezien van relationship agreements met grootaandeelhouders die de vennootschap naar de beurs hebben gebracht, gaat het daarbij vaak om een grootaandeelhouder die het recht krijgt om een of meer commissarissen voor te dragen en/of om informatie te krijgen na een fusie, een meningsverschil of als tegenprestatie voor steun bij een meningsverschil met een andere aandeelhouder.¹⁹

De meeste overeenkomsten voorzien in voordrachtsrechten van leden van de RvC of one-tier board waarbij is afgesproken dat het aantal voordrachtsrechten afneemt naarmate het belang afneemt.²⁰ In een paar gevallen gaat het om een meerderheid van de leden van de RvC of one-tier board. Soms zijn ook voordrachtsrechten van bestuurders overeengekomen. Bij beurs-NV's worden vaker afspraken gemaakt over vertegenwoordiging in commissies van de RvC of one-tier board dan bij beurs-NV's in den vreemde. Soms

bevatten de relationship agreements van beurs-NV's besluiten die door de RvC moeten worden goedgekeurd en soms is voor een besluit de positieve stem van de voorgedragen commissaris(sen) vereist. De aandeelhouders van beurs-NV's in den vreemde maken vaker afspraken over het stemmen in lijn met voorstellen van de RvC of one-tier board, vermoedelijk ingegeven door vrees voor aandeelhoudersactivisme. Bij zowel beurs-NV's als beurs-NV's in den vreemde worden vrijwel altijd afspraken gemaakt over het recht op niet-publieke informatie waarbij soms expliciet is opgenomen dat de door de voorgedragen commissarissen of leden van de one-tier board verkregen informatie mag worden gedeeld met de voordragende grootaandeelhouder(s), mits toegestaan onder de marktmisbruikregelgeving. Bij beurs-NV's in den vreemde gaat de informatieverstrekking en bemoeienis van de grootaandeelhouder(s) soms wel heel ver en wordt in feite de gang van zaken die gebruikelijk is bij een deelneming van een *private equity firm* voortgezet na de beursgang. Voorbeelden daarvan zijn bepalingen die zien op overleg over het budget en het business plan – ook als de grootaandeelhouder nog maar een paar procent van de aandelen houdt – nog voor presentatie aan de board, waarnemers in de board en toegang tot de locaties en het personeel.²¹ Terwijl bij zowel beurs-NV's als beurs-NV's in den vreemde vrijwel altijd afspraken zijn opgenomen over voordrachten van commissarissen of niet-uitvoerende bestuurders, geldt dat in veel mindere mate voor afspraken over transacties met de grootaandeelhouder(s).²²

Dat beurs-NV's in den vreemde ook onderworpen zijn aan buitenlandse regels, is terug te zien in de relationship agreements. Zo geldt voor vennootschappen genoteerd aan de NYSE die een aandeelhouder hebben met meer dan 50% van de 'voting power for the election of directors' dan wel kwalificeren als een *foreign private issuer*, een uitzondering op de regel dat de meerderheid van de board onafhankelijk is.²³ Beurs-NV's in den vreemde die aan de LSE zijn genoteerd, hebben overeenkomsten gesloten die voldoen aan de nieuwe vereisten van de Listing Rules.²⁴

Uit het onderzoek blijkt dat afgezien van de beurs-NV's in den vreemde die moeten voldoen aan de Listing Rules van de LSE, zowel beurs-NV's als beurs-NV's in den vreemde gebruikmaken van de vrijheid om al dan niet te kiezen voor een schriftelijke overeenkomst met de controlerende aandeelhouder en de inhoud daarvan zelf te bepalen. De vraag is of beursvennootschappen verplicht zouden moeten wor-

17 Een aantal vennootschappen is naar de beurs gebracht door de staat (ABN AMRO en ASR) en een aantal door private equity, al dan niet samen met de oprichters (Flow Traders, GrandVision, Intertrust, Refresco, SIF, Basic Fit). Philips Lighting is door Philips naar de beurs gebracht. De grootaandeelhouders van Refresco en de grootaandeelhouders van Flow Traders hebben ook stemafspraken en afspraken over de verkoop van aandelen (zgn. *orderly market arrangements*) gemaakt. Refresco en Flow Traders zijn geen partij bij deze overeenkomsten. Overigens bevatten ook vrijwel alle relationship agreements afspraken over *orderly market arrangements*.

18 Zo regelt de overeenkomst tussen Randstad, de oprichter en zijn erfgenamen dat zolang de erfgenamen meer dan 33,3% van de aandelen houden, overlegd moet worden over verkoop van hun aandelen en dat zolang zij 25% of meer van de aandelen houden het recht om een commissaris voor te dragen van kracht blijft. De overeenkomst tussen Van Lanschot en LDDM Holding regelt dat LDDM Holding niet zal meewerken aan de verwerving door een partij van een belang van 25% of meer en dat LDDM Holding een commissaris mag voordragen zolang zij een belang heeft van ten minste 7,5%.

19 Zo bevat de overeenkomst tussen Heineken en Femsma, gesloten na de overname van de bierdivisie van Femsma, een voordrachtsrecht en een informatierecht. Daar staat tegenover dat Femsma het belang niet zal uitbreiden boven 20%. AMG heeft in 2015 een overeenkomst gesloten met haar grootste aandeelhouder (op dat moment 17,9%) om een einde te maken aan de discussies over de strategie, governance en remuneratie. Tegenover het recht een commissaris voor te dragen, staat de instemming met de strategie. De afspraken die Mylan maakte met de aandeelhouders van fusiepartners Abbott en Meda over de verkoop van hun belang en hun stemgedrag lijken vooral bedoeld als bescherming tegen activistische aandeelhouders. Delta Lloyd kondigde een relationship agreement aan die haar aandeelhouder Fubon, die de claimemissie steunde die aandeelhouder Highfields in rechte probeerde te voorkomen, bij verwerving van een belang van 15% het recht van voordracht van een commissaris zou geven. Noemenswaardig is tot slot de inmiddels vervallen overeenkomst tussen PostNL en TNT Express. PostNL had het recht een commissaris voor te dragen en de verplichting om onder bepaalde voorwaarden haar aandelen aan te bieden bij een openbaar bod op TNT Express.

20 De ondergrens wisselt: 20%, 12,5%, 10%, 5%, 2,5% en zelfs één aandeel komen voor. De ondergrens voor beëindiging van de overeenkomst wisselt eveneens: van 20% tot één aandeel. Niet altijd is de ondergrens gelijk aan de ondergrens die gekoppeld is aan het verval van het voordrachtsrecht. Bij ABN AMRO en ASR zijn, getel op de bijzondere positie van NLF1, geen voordrachtsrechten afgesproken, maar heeft NLF1, zolang NLF1 ten minste 10% van de aandelen houdt, het recht te adviseren over de benoeming van de bestuurders, inclusief de voorzitter, en de voorzitter van de RvC.

21 De overeenkomsten bevatten daarnaast vaak andere, voor deze bijdrage niet relevante bepalingen, zoals bepalingen over *registration rights*, *drag along rights* en *tag along rights*.

22 Voorbeelden zijn de overeenkomsten van Philips Lighting, Flow Traders en Basic Fit die bepalen dat *related party transactions at arm's length* zullen plaatsvinden. Bij Basic Fit en Philips Lighting is daarnaast opgenomen dat *related party transactions* met 10% aandeelhouders goedgekeurd moeten worden door de RvC. Een commissaris van Philips Lighting die ook werkzaam is bij de grootaandeelhouder stemt in dat geval niet mee.

23 Ook als deze uitzondering niet van toepassing is, wordt een (vertegenwoordiger van) een grootaandeelhouder niet per definitie als niet onafhankelijk beschouwd (zie voor een toelichting hierna par. 9.2 en het commentaar op Section 303A.02 van NYSE Listed Company Manual).

24 Net als bij beurs-NV's zijn er vennootschappen die niet onder dit regime vallen, maar wel vergelijkbare bepalingen hebben opgenomen.

den afspraken te maken met controlerende aandeelhouders over transacties met de controlerende aandeelhouder, vertegenwoordiging in de RvC of one-tier board en het voorkomen van handel met voorwetenschap. Voor de beantwoording van deze vraag is relevant welke waarborgen al bestaan voor deze met het *agency* probleem tussen de controlerende aandeelhouder en de overige aandeelhouders samenhangende onderwerpen.²⁵

3. De controlerende aandeelhouder als *agency* probleem

Het potentieel tegenstrijdige belang tussen een controlerende aandeelhouder en de overige aandeelhouders wordt door economen gezien als een van de *agency* problemen. Kenmerkend voor *agency* problemen is dat de agent (in dit geval de controlerende aandeelhouder) meer informatie heeft dan de principaal (in dit geval de overige aandeelhouders), waardoor het voor de principaal moeilijk is de agent te controleren en het risico ontstaat dat de agent het eigenbelang laat prevaleren.²⁶ Agency kosten ontstaan doordat de agent zichzelf bevoordeelt, dan wel doordat de principaal kosten maakt om de agent te controleren. De voordelen die de controlerende aandeelhouder voor zichzelf afdwingt, worden de *private benefits of control* genoemd.²⁷

In elk rechtsstelsel zijn regels te vinden die tot doel hebben de *agency* kosten te beperken. Hoewel het onderliggende probleem universeel is, verschillen de vorm en de inhoud van de regels aanzienlijk per rechtsstelsel. Dit wordt mede veroorzaakt door de wijze waarop het aandelenbezit in beursvennootschappen verspreid is en in het verlengde daarvan de invloed van bepaalde stakeholders op wet- en regelgeving. Zo worden de markten in Engeland en de Verenigde Staten van oudsher gekenmerkt door een wijdverspreid aandelenbezit terwijl de markten van landen in continentaal Europa zoals Frankrijk, Duitsland en Italië, van oudsher gekenmerkt worden door geconcentreerd aandelenbezit.²⁸ Onderlinge verschillen zijn er uiteraard ook. In Engeland houdt traditioneel een relatief klein aantal institutionele beleggers aanzienlijke belangen in veel beurs-

vennootschappen, terwijl in de Verenigde Staten een groot aantal institutionele beleggers relatief kleine belangen in beursvennootschappen houdt. Ook tussen landen met overwegend geconcentreerd aandelenbezit bestaan verschillen, bijvoorbeeld omdat de meest voorkomende controlerende aandeelhouder, zoals de staat, banken of families, verschilt. De structuur van het aandelenbezit bepaalt mede de invloed van bepaalde stakeholders op regelgeving. Voorbeelden zijn de institutionele beleggers in Engeland en de staat in Frankrijk. Los van de invloed die deze stakeholders uitoefenen, heeft de structuur van het aandelenbezit ook invloed op beleidsmakers. Bij een overwegend verspreid aandelenbezit treedt het *agency* probleem tussen het bestuur en de aandeelhouders meer op de voorgrond dan het *agency* probleem tussen controlerende aandeelhouders en de overige aandeelhouders.²⁹

De bescherming van minderheidsaandeelhouders wordt doorgaans vormgegeven door een combinatie van regels die *ex ante* bescherming bieden en regels die *ex post* bescherming bieden. Deze regels zijn meestal te vinden in het vennootschapsrecht, financieel recht, procesrecht en corporate governance codes. Daarbij is vaak sprake van een combinatie van open normen en procedurevoorschriften. Toch kunnen de verschillen tussen landen groot zijn door accentverschillen in de keuze van de wetgever – mede onder invloed van tradities, cultuur en het politieke klimaat – en verschillen in de toepassing van de regels door private partijen en toezichthouders in de praktijk.³⁰

4. Waarborgen in Nederland

In Nederland heeft het debat over corporate governance lange tijd in het teken gestaan van het *agency* probleem tussen bestuur en aandeelhouders.³¹ Hoewel van oudsher in Nederland relatief veel vennootschappen met een of meer grootaandeelhouders voorkomen, heeft de meerderheid van de beurs-NV's geen controlerende aandeelhouder. Het debat over bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen machtsmisbruik door controlerende aandeelhouders is op gang gekomen door de toename van beurs-NV's in den vreemde met een controlerende aandeelhouder.

Diverse schrijvers en organisaties hebben er in dit debat op gewezen dat de bescherming in Nederland van minderheidsaandeelhouders van een hoog niveau is door waarborgen in het vennootschapsrecht, financieel recht, de

25 In de literatuur over dit *agency* probleem wordt aan deze onderwerpen ook de nodige aandacht besteed. Zie bijvoorbeeld K. Hofstetter, 'One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for "Controlled Companies"', *Harvard Law School*, June 20 2005, te vinden op: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=802705.

26 De termen principaal en agent zijn vanuit juridisch oogpunt onzuiver omdat de minderheidsaandeelhouders de controlerende aandeelhouder niet hebben opgedragen om namens hen op te treden. Deze termen zijn in ons rechtssysteem ook bij het *agency* probleem tussen bestuur en aandeelhouders onzuiver omdat bestuurders meer dan alleen het aandeelhoudersbelang dienen.

27 Zie hierover onder meer A.M. Paccas, *Featuring Control Power. Corporate Law and Economics Revisited. Zeggenschap van bestuurders in de schijnwerpers. De economische analyse van het ondernemingsrecht herzien*, Rotterdam: RILE 2007.

28 De verschillen tussen landen voor wat betreft de structuur van het aandelenbezit zijn de laatste jaren kleiner geworden. Daarnaast heeft wereldwijd een toenemend aantal beursvennootschappen een aantal grote en vaak internationale institutionele beleggers als aandeelhouder, zonder dat sprake is van een controlerende aandeelhouder. Zie R. Braakman, J. Armour, P. Davies e.a. (red.), *The Anatomy of Corporate Law, A comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 26 en p. 270.

29 Zie ook R.J. Gilson, 'Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy', *Harvard Law Review*, Volume 119, April 2006, nr. 6, te vinden op: <https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/sites/default/files/publication/257565/doc/slspublic/Controlling-Shareholders.pdf>.

30 Zie bijvoorbeeld Hofstetter 2005, p. 10 e.v. en R.M. Barker and I. H-Y Chiu, 'Protecting Minority Shareholders in Blockholder-Controlled Companies – Evaluating the UK's Enhanced Listing Regime in Comparison with Investor Protection Regimes in New York and Hong Kong', *Capital Markets Law Journal* (2015) 10 (1), p. 98-132, te vinden op: <https://ssrn.com/abstract=2469759> or <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2469759>.

31 Hoewel J.W. Winter al in 2001 in 'Tunneltjes graven', *Ondernemingsrecht* 2001/8, aandacht vroeg voor het risico van bevoordeling van grootaandeelhouders.

corporate governance code en regels van procesrecht.³² Een voorbeeld van ex ante bescherming is art. 2:8 lid 1 BW op grond waarvan alle bij de vennootschap betrokkenen zich jegens elkaar moeten gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Uit de rechtspraak volgt dat de vennootschap op grond van art. 2:8 BW jegens de minderheidsaandeelhouders een bijzondere zorgplicht of zorgvuldigheidsplicht heeft.³³ Ook de grootaandeelhouder moet de nodige zorgvuldigheid met betrekking tot de belangen van minderheidsaandeelhouders betrachten.³⁴ De verantwoordelijkheid van de grootaandeelhouder neemt toe naarmate zijn aandelenbelang groter is, maar zeker zo belangrijk is de mate van invloed gelet op de samenstelling van het aandeelhoudersbestand en de participatiegraad van de aandeelhouders, vertegenwoordigers in het bestuur of de RvC of extra of bijzondere stemrechten.³⁵ Uiteindelijk bepalen alle omstandigheden van het geval de uitwerking van de op de grootaandeelhouder rustende zorgvuldigheidsplicht. Er zijn ook andere voorbeelden van ex ante bescherming. Zo bepaalt art. 2:9 lid 1 BW dat bestuurders verplicht zijn tot een behoorlijke taakuitoefening tegenover de vennootschap. Daarbij is het stakeholders-model het richtsnoer.³⁶ Ik denk dat het *stakeholders*-model meer ruimte biedt aan bestuurders en commissarissen om weerstand te bieden aan de druk van aandeelhouders in het algemeen en daarmee ook aan de druk van een controlerende aandeelhouder. Een ander voorbeeld is de wettelijke tegenstrijdig belangregeling. Op grond van art. 2:129 lid 6 BW en art. 2:140 lid 5 BW nemen bestuurders of commissarissen niet deel aan de beraadslaging en besluitvorming bij een direct of indirect persoonlijk tegenstrijdig belang. Ook de Nederlandse corporate governance code 2016 (de "Code") biedt bescherming. Zo schrijft principe 2.7 voor dat adequate maatregelen worden getroffen om te vermijden dat belangenverstrengeling plaats vindt. Best practice bepaling 2.7.5 bepaalt dat transacties met aandeelhouders die ten minste 10% van de

aandelen houden tegen de op de markt gebruikelijke condities worden overeengekomen en goedkeuring van de RvC behoeven indien zij van materiële betekenis zijn voor de vennootschap en/of de grootaandeelhouder. Verder valt te denken aan de in de rechtspraak ontwikkelde gedragsregels ter voorkoming van belangenverstrengeling.³⁷ Voorbeelden van ex post bescherming zijn art. 2:15 BW, dat voorziet in de mogelijkheid van vernietiging van besluiten en art. 2:344 e.v. BW inzake het enquêterecht dat mede strekt ter bescherming van een minderheid van aandeelhouders tegen (mogelijk) machtsmisbruik door de meerderheid.³⁸ In vergelijking met het buitenland springen van de genoemde waarborgen het meest in het oog de in de rechtspraak ontwikkelde zorgvuldigheidsplicht die een grootaandeelhouder heeft jegens minderheidsaandeelhouders en de onmiddellijke en definitieve voorzieningen waarin het enquêterecht voorziet, zoals de schorsing van het stemrecht of de benoeming van een commissaris of niet-uitvoerende bestuurder met een beslissende stem bij transacties met verbonden partijen.³⁹ Zijn strengere regels ter voorkoming van machtsmisbruik gewenst? In de volgende twee paragrafen bespreek ik het gevaar van te strenge regels en de achtergrond van de flexibiliteit die het Nederlands ondernemingsrecht biedt.

5. Invloed controlerende aandeelhouder op lange termijn waardecreatie

Het aantal publicaties over en onderzoeken naar de effecten van een controlerende aandeelhouder op de lange termijn waarde van de vennootschap neemt de laatste jaren toe ten gevolge van de trend dat steeds meer familiebedrijven of staatsbedrijven uit opkomende economieën een beursnotering aanvragen in westerse landen. De uitkomsten zijn niet eenduidig.⁴⁰ Op basis van empirisch onderzoek en literatuur

32 Brief van VEVO/VNO-NCW van 23 november 2016, De Brauw 2016 en G.T.M.J. Raaijmakers & M.J.H. ten Kate, 'De Capital Markets Union vanuit een oogpunt van governance', *Ondernemingsrecht* 2017/14.

33 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 8 oktober 1998, *JOR* 1998/167, vervolgd in Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 30 november 2000, *JOR* 2001/4, m.nt. F.J.P. van den Ingh (*Zwagerman*). Zie bijvoorbeeld ook HR 12 juli 2013, *NJ* 2013/461, m.nt. P. van Schilfgaarde (*VEB/KLM*) en HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Cancun*).

34 HR 12 juli 2013, *NJ* 2013/461, m.nt. P. van Schilfgaarde (*VEB/KLM*). In de literatuur is uitgebreid gediscussieerd over de begrenzing op grond van art. 2:8BW van het uitgangspunt dat de aandeelhouder zijn eigen belang mag nastreven. Zie voor een overzicht Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen (Recht en Praktijk nr. ONR9)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, par. 4.2.1, p. 153-156 en B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 185 e.v. en p. 362 e.v.

35 Vgl. de considerans in de Code op pag. 6. Zie ook S. Rietveld, 'De stemmende aandeelhouder begrensd. Mag de aandeelhouder bij het uitoefenen van het stemrecht zijn eigen belang volgen of dient hij rekening te houden met de belangen van anderen?', *TOP* 2013, nr. 7, p. 273.

36 Ter vergelijking: voor de Engelse board is het shareholders-model het richtsnoer. Weliswaar is sinds 2006 de richtsnoer *enlightened shareholders value*, maar dat betekent niet dat bij een afweging voorrang aan andere belangen dan het aandeelhoudersbelang mag worden gegeven. Zie A.F. Verdam, 'The Obligation of Dutch Company Directors to Be Guided by "the Interest of the Company" compared to the Concept of "Enlightened Shareholders Value" in the English Companies Act', *European Company Law* 2014, Issue 3, p. 157-164.

37 Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 26 mei 1983, *NJ* 1984/481, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Linders/Hofstee*) en HR 12 juli 2013, *NJ* 2013/461, m.nt. P. van Schilfgaarde (*VEB/KLM*). Zie ook HR 14 september 2007, *JOR* 2007/239, m.nt. S.M. Bartman (*Versatel*). Zie ook A.F.J.A. Leijten, 'Tegenstrijdig belang: een corporate governance kluit', in: M. Lückerath-Rovers e.a. (red.), *Jaarboek Corporate Governance 2012-2013*, Deventer: Kluwer 2012, Hoofdstuk 7.

38 HR 11 april 2014, *NJ* 2014/296, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Slotervaartziekenhuis*). Voor een overzicht van de mogelijkheden om een aandeelhouder ter verantwoording te roepen zie Kemp 2015, p. 247 e.v. Zie ook L. Timmerman, 'Bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen de meerderheidsaandeelhouder bij een beursvennootschap', in: B.M. van Beek e.a., *Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht. Een bewezen bestaansrecht*, Deventer: Kluwer 2002, p. 413.

39 Vgl. bijvoorbeeld het Engels recht op grond waarvan een controlerende aandeelhouder meer ruimte heeft zich te laten leiden door zijn eigen belang en in rechte optreden bij veronachtzaming van de belangen van de minderheidsaandeelhouders in de praktijk lastiger lijkt. Zie Barker & Chiu 2015.

40 Zie voor een overzicht: van A. H. Choi, 'Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value', *Virginia Law and Economics Research Paper* No. 19, 2017, te vinden op <https://ssrn.com/abstract=2619462>. Zie ook Hofstetter 2005, p. 10 e.v. en C.G. Holderness, 'A Survey of Blockholders and Corporate Control', *FRBNY Economic Policy Review*, April 2003, Volume 9, number 1, p. 59-60. Voor de hand ligt dat de aard van de controlerende aandeelhouder verschil maakt; een familie of ondernemer zal in het algemeen gericht zijn op het creëren van aandeelhouderswaarde op lange termijn terwijl bij de staat het risico bestaat dat politieke doelstellingen een rol spelen. Zie ook Credit Suisse, *ESG: The Family Business Model*, juli 2015, te vinden op: <https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/index.cfm?fileid=1ABF2EFE-9E3A-8D24-5014CF45E78BA03E>.

lijkt wel de conclusie gerechtvaardigd dat een balans moet worden gevonden tussen het bevorderen althans niet verhinderen van de positieve aspecten van een controlerende aandeelhouder (actieve monitoring van het bestuur, aanwenden van invloed om ten behoeve van de lange termijn waardecreatie weerstand te bieden aan de druk op korte termijn resultaten)⁴¹ en het voorkomen althans beperken van de negatieve aspecten (onttrekking van waarde ten koste van minderheidsaandeelhouders).⁴² Regels die alle vormen verbieden van private benefits of control verhinderen mogelijk de positieve bijdrage die een controlerende aandeelhouder kan leveren aan de lange termijn waardecreatie.⁴³ Hetzelfde geldt voor een algemeen verbod op het toekennen van extra stemrechten, al duidt empirisch onderzoek er op dat vennootschappen waarbij de controlerende aandeelhouder extra stemrechten heeft gemiddeld financieel slechter presteren op de lange termijn dan vennootschappen met een verspreid aandelenbezit.⁴⁴ Hoewel er voorbeelden zijn van ondernemingen waarbij de invloed van de controlerende aandeelhouder negatief heeft uitgedrukt, zijn er ook veel voorbeelden van grote, succesvolle ondernemingen met een controlerende aandeelhouder, al dan niet voorzien van extra stemrechten. Een *one size does not fit all* benadering bij de vormgeving van regelgeving die de goedbedoelende controlerende aandeelhouder voldoende ruimte biedt, lijkt dan ook verstandig.⁴⁵

6. Doelstellingen en uitgangspunten Nederlands ondernemingsrecht

Het Nederlands ondernemingsrecht biedt de in de vorige paragraaf genoemde ruimte voor verscheidenheid aan vennootschappen met een controlerende aandeelhouder. In de door de Minister van Veiligheid en Justitie op 6 december 2016 aan de Tweede Kamer aangeboden Nota Voortgang modernisering ondernemingsrecht ("Nota") wordt opge-

merkt dat het doel van wetgeving op het terrein van het ondernemingsrecht enerzijds is om ondernemers een juridische infrastructuur te bieden waardoor zij in staat worden gesteld hun activiteiten ten volle te ontplooiën en anderzijds om de bij de onderneming betrokkenen voldoende bescherming te bieden tegen (machts)misbruik.⁴⁶ Het kabinet beoogt met de modernisering van het ondernemingsrecht bij te dragen aan de versterking van het vestigingsklimaat. Het faciliterende karakter van het ondernemingsrecht, aldus de Nota, sluit aan bij dit doel. Dat faciliterende karakter zit niet alleen in de vrijheid die aan ondernemers wordt gelaten om de voor hun onderneming meest geschikte rechtsvorm te kiezen, maar ook om binnen die rechtsvorm de inrichting aan te passen aan hun wensen.

Als een van de relevante maatschappelijke ontwikkelingen noemt de Nota de aandacht in Nederland en Europa voor duurzaamheid en langetermijndenken; zowel vennootschappen als aandeelhouders worden nadrukkelijker op hun betrokkenheid op lange termijn aangesproken.⁴⁷ Bij de beoordeling van het Position Paper van Eumedion stelt de Nota dan ook voorop dat het voorstelbaar is dat beursvennootschappen op zoek zijn naar stabiele aandeelhouders die zich voor langere tijd aan de vennootschap verbinden. Een controlerende aandeelhouder is doorgaans voor de langere termijn betrokken bij de vennootschap.⁴⁸ De Minister van Veiligheid en Justitie concludeert dat het in de rede ligt om terughoudend te zijn met het introduceren van nieuwe procedurevoorschriften. Wel houdt de minister de mogelijkheid open dat de implementatie van de nieuwe Aandeelhoudersrichtlijn leidt tot een heroriëntatie.

7. Het debat in Engeland over de controlerende aandeelhouder

Het is duidelijk dat Eumedion zich heeft laten inspireren door de in 2014 aangepaste Listing Rules van de LSE in Engeland. Net als in Nederland ontstond een paar jaar geleden in Engeland een debat over de kwaliteit van de governance bij bedrijven met een controlerende aandeelhouder. De zorgen waren in Engeland met name gericht op buitenlandse bedrijven met een notering in Engeland.⁴⁹ De FSA⁵⁰ (de voorganger van de huidige (gedrags)toezichthouder FCA⁵¹) startte begin 2012 een consultatie over de vraag of aanpassingen

41 In een wereldwijd onderzoek van McKinsey in 2013 onder meer dan 1.000 board leden en managers gaf 86% van de respondenten aan dat inachtneming van de lange termijn bij besluiten tot betere performance zou leiden: zie hierover D. Barton & M. Wiseman, 'Focusing Capital on the Long term', *Harvard Business Review*, January-February 2014, te vinden op: <https://hbr.org/2014/01/focusing-capital-on-the-long-term>. Ook de nieuwe Aandeelhoudersrichtlijn die voortvloeit uit het Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance (COM 2012/740) van 13 december 2012 (dat gebaseerd is op het Groenboek. Het EU-kader inzake corporate governance (COM 2011/164)) benadrukt het belang van betrokkenheid op lange termijn van aandeelhouders voor de prestaties op lange termijn.

42 Zie Gilson 2006, p. 1650 en 1674 e.v.

43 Zie Choi 2016 en Z. Goshen & A. Hamdani, 'Corporate Control and Idiosyncratic Vision', *The Yale Law Journal*, Volume 125, nr. 3, January 2016, p. 560. Niet alle private benefits of control gaan ten koste van minderheidsaandeelhouders, zoals bepaalde niet-financiële private benefits of control (bijvoorbeeld reputatievoordelen) of synergievoordelen doordat de vennootschap samenwerkt met een andere vennootschap waarin de controlerende aandeelhouder een belang houdt. Zie Holderness 2003, p. 55, Gilson 2006, p. 1664 en J. Groot, 'De pakketvergoeding beschenken met het licht van benefits of control en agency problemen', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 518.

44 Zie E. Kamonjoh, 'Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500. A Follow-up Review of Performance & Risk', IRRC/ISS, March 2016, te vinden op: <https://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2016/03/Controlled-Companies-IRRCI-2015-FINAL-3-16-16.pdf>. Zie ook Barker & Chiu 2015, voetnoot 97.

45 Zie ook J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas* (Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 94), Deventer: Kluwer 2014, p. 523.

46 *Kamerstukken II 2016/17, 29752, 9*. In de Nota wordt bevestigd dat de uitgangspunten zoals verwoord in de Nota modernisering ondernemingsrecht uit 2004 nog steeds bruikbaar zijn.

47 Zie de nieuwe Aandeelhoudersrichtlijn (COM 2014/213), het Groenboek. Het EU-kader inzake corporate governance (COM 2011/164), het Groenboek voor het opbouwen van een kapitaalmarktunie (COM 2015/63) en Raaijmakers & Ten Kate, *Ondernemingsrecht* 2017/14. Zie ook voor de rol van ons stakeholders-model en flexibele vennootschapsrecht als bescherming tegen korte termijn druk De Brauw 2016.

48 Zie ook Raaijmakers & Ten Kate, *Ondernemingsrecht* 2017/14.

49 Zie hierover B.R. Cheffins, 'The Undermining of UK Corporate Governance (?)', February 13, 2013. ECGI – Law Working Paper No. 203; University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 4/2013, te vinden op: <https://ssrn.com/abstract=2129686>.

50 Financial Services Authority, de voormalige toezichthouder die in 2013 is gesplitst in de Financial Conduct Authority (FCA) en de Prudential Regulation Authority (PRA).

51 Financial Conduct Authority.

van de Listing Rules nodig waren om minderheidsaandeelhouders beter te beschermen bij vennootschappen met een controlerende aandeelhouder. Het consultatiedocument noemde als mogelijkheid herinvoering van het voor 2005 in de Listing Rules opgenomen voorschrift dat vennootschappen met een controlerende aandeelhouder in staat moeten zijn hun onderneming onafhankelijk van de controlerende aandeelhouder te voeren. Dit voorschrift was indertijd vervallen omdat gedacht werd dat de relatie met de controlerende aandeelhouder een onderwerp was dat beter over gelaten kon worden aan het oordeel van beleggers, ondersteund door transparantievoorschriften.

Naar aanleiding van deze consultatie publiceerde de FSA concept aanpassingen van de Listing Rules in oktober 2012. De FSA constateerde toen dat sprake was van een relatieve toename van noteringen van vennootschappen met een dominante aandeelhouder hetgeen tot zorgen over bescherming van minderheidsaandeelhouders kan leiden, maar dat slechts in een paar gevallen sprake was van governance misstanden. Aangezien het daarbij om geruchtmakende zaken ging, stelde de FSA vast dat de perceptie is ontstaan dat sprake is van een wijdverspreid governance probleem. Hoewel het om incidenten ging, stelde de FSA toch wijzigingen voor als preventieve maatregel. Voorgesteld werd om het bij de herziening van de Listing Rules in 2004 vervallen voorschrift dat de vennootschap onafhankelijk moet opereren van de controlerende aandeelhouder weer in te voeren door middel van het verplicht stellen van de in de praktijk al gebruikelijke relationship agreement en de verplichte opname daarin van een aantal bepalingen die misbruik moet voorkomen. In aanvulling hierop bevatte het consultatiedocument een aantal andere bepalingen ter voorkoming van misbruik. Het merendeel van deze bepalingen is opgenomen in het definitieve pakket maatregelen. Het voorstel om voor te schrijven dat de meerderheid van de directors onafhankelijk moet zijn – in plaats van handhaving van de flexibiliteit die de *comply or explain* regeling van de UK corporate governance code (“UK Code”) biedt –, heeft het niet gehaald. De praktijk heeft laten zien, aldus de FSA, dat ongelukken ook voorkomen bij ondernemingen die op dit punt niet afwijken van de UK Code en dat de kwaliteit en niet het aantal onafhankelijke directors telt.⁵²

De nieuwe regels, van toepassing sinds 16 mei 2014, houden in dat vennootschappen met een *premium listing* die een controlerende aandeelhouder hebben, verplicht zijn een schriftelijke overeenkomst te sluiten.⁵³ De overeenkomst moet in elk geval de volgende bepalingen bevatten: (i)

transacties en regelingen⁵⁴ met de controlerende aandeelhouder (en/of gelieerde vennootschappen) zullen worden aangegaan at arm’s length en op gebruikelijke commerciële voorwaarden; (ii) de controlerende aandeelhouder en de aan hem gelieerde vennootschappen zullen geen daden verrichten die tot gevolg zouden hebben dat de vennootschap niet aan haar verplichtingen onder de Listing Rules kan voldoen; en (iii) de controlerende aandeelhouder en de aan hem gelieerde vennootschappen zullen geen voorstel doen voor een aandeelhoudersbesluit dat tot doel heeft of lijkt te hebben de juiste toepassing van de Listing Rules te omzeilen. De sanctie op het niet sluiten of niet naleven van een relationship agreement is dat alle transacties met de controlerende aandeelhouder onderworpen zijn aan goedkeuring door de overige aandeelhouders. Die goedkeuring is ook verplicht indien een van de onafhankelijke directors de verplichte verklaring in het jaarverslag dat de relationship agreement is nagekomen niet steunt. Dat betekent dat in deze situaties goedkeuring van de niet verbonden aandeelhouders ook nodig is bij transacties in de normale uitoefening van het bedrijf en kleine transacties. Deze transacties hoeven normaal gesproken op grond van de Listing Rules niet door de niet verbonden aandeelhouders goedgekeurd te worden.

De nieuwe Listing Rules schrijven voor dat voor de (her)benoeming van onafhankelijke directors zowel een besluit van alle aandeelhouders als van de niet verbonden aandeelhouders vereist is. Lukt dat niet dan kan na een paar maanden alsnog een besluit worden genomen zonder apart besluit van de minderheidsaandeelhouders. Hiermee wordt voorkomen dat zeggenschap over de samenstelling van de board bij de minderheidsaandeelhouders komt te liggen. De minderheidsaandeelhouders hebben wel een doorslaggevende stem bij het beëindigen van de notering en het omzetten van de premium listing naar een *standard listing*.

Op de nieuwe regels is in de literatuur onder meer de kritiek geuit dat de verplichting van de controlerende aandeelhouder om zich van tevoren te committeren aan een onafhankelijke bedrijfsvoering van de vennootschap kan leiden tot minder betrokken controlerende aandeelhouders en de hierboven in paragraaf 5 beschreven voordelen te niet worden gedaan. Ook worden vraagtekens gezet bij de keuze van de FSA om goedkeuring van alle transacties met de controlerende aandeelhouder bij het niet sluiten of niet naleven van de relationship agreement voor te schrijven als oplossing voor het probleem dat niet vaststaat dat aandeelhouders schade kunnen verhalen of nakoming kunnen afdwingen (aangezien zij geen partij zijn bij de overeenkomst).⁵⁵

8. Vergelijking Engelse en Nederlandse situatie

Om allerlei redenen is voorzichtigheid geboden bij het overnemen van één of meer van de in Engeland ingevoerde

52 Over de totstandkomingsgeschiedenis van de nieuwe regels: Amendments to the Listing Rules, Prospectus Rules, Disclosure Rules and Transparency Rules, Consultation Paper January 2012 (CP 12/2), Enhancing the effectiveness of the Listing Regime and feedback on CP 12/2, Consultation Paper October 2012 (CP 12/25), Feedback on CP 12/25: enhancing the effectiveness of the Listing Regime and further consultation, November 2013 (CP 13/15) en Response to CP 13/15 – Enhancing the effectiveness of the Listing Regime, Policy Statement May 2014 (PS 14/8).

53 Als er meerdere controlerende aandeelhouders zijn, hoeft de vennootschap niet met alle aandeelhouders een overeenkomst te sluiten als zij er redelijkerwijs vanuit kan gaan dat de aandeelhouder voor nakoming door de andere aandeelhouders kan zorgen.

54 Uit de toelichting blijkt dat de term “*arrangement*”, door mij vertaald in “regeling”, is gekozen om aan te sluiten bij de definitie van related party transaction in de Listing Rules.

55 Barker & Chiu 2015.

voorschriften. De Engelse aandelenmarkt is niet te vergelijken met de Nederlandse aandelenmarkt. De Engelse aandelenmarkt is veel groter dan de Nederlandse markt.⁵⁶ In Engeland is een onderscheid gemaakt tussen beursvennootschappen die moeten voldoen aan de minimum vereisten die volgen uit de Europese regelgeving (de standard listing) en beursvennootschappen die aan strengere eisen moeten voldoen (de premium listing). De gedachte is dat vennootschappen met een premium listing beleggers aantrekken die op zoek zijn naar aanvullende bescherming. De nieuwe regels moeten dan ook worden gezien in het licht van de reputatie en aantrekkingskracht van de Engelse premium listed markt. Daarbij dient bedacht te worden dat anders dan in Nederland de nieuwe regels aansluiten bij wat al gebruikelijk is in Engeland omdat sinds de afschaffing van vergelijkbare regels in het verleden beursvennootschappen onder druk van de UK Listing Authority relationship agreements zijn blijven sluiten.⁵⁷ Daarnaast zijn de nieuwe regels (ook) bedoeld om institutionele beleggers in staat te stellen hun verplichting na te komen op grond van de Stewardship Code om actieve invloed uit te oefenen op de governance van vennootschappen. Hoewel ook in Nederland nagedacht wordt over de invoering van een Stewardship Code, bestaat een dergelijke code op dit moment niet.⁵⁸ Ook als die er wel komt, blijft van belang dat het evenwicht in de interne verhoudingen niet verstoord wordt in de zin dat een (toevallige) minderheid de besluitvorming kan bepalen.⁵⁹ Anders dan in Nederland waar de kritiek met name gericht is op beurs-NV's in den vreemde, ging het debat in Engeland over vennootschappen met een notering in Engeland; de rechtsvorm was niet relevant in de discussie. Vennootschappen met een premium listing moeten niet alleen de UK Code toepassen, maar ook de corporate governance regels die zijn opgenomen in de Listing Rules. Daarvan kan niet afgeweken

worden door middel van de *comply or explain* methode. Traditioneel bevatten de Listing Rules bepalingen die ingrijpen in de structuur en inrichting van de vennootschap, zoals de bepalingen over goedkeuring door de aandeelhouders van transacties met verbonden partijen. De regulering van beursvennootschappen is in Nederland anders vormgegeven. In Nederland genoteerde vennootschappen moeten onafhankelijk van de rechtsvorm voldoen aan de geharmoniseerde regels van Euronext die voor de effectenbeurzen van Amsterdam, Brussel, Parijs, Lissabon en Londen gelden ("Rule Book I") en de regels die voor Euronext Amsterdam gelden ("Rule Book II").⁶⁰ Deze regels zijn primair gebaseerd op Europese regelgeving. De inrichting van de governance wordt overgelaten aan de corporate governance codes die de beursvennootschappen toepassen.

Gelet op het verschil tussen de Listing Rules van de LSE en de Euronext Rules verbaast het niet dat Eumedion voorstelt om de bepalingen over de relationship agreement in de corporate governance code op te nemen.⁶¹

9. Verplichting of keuzevrijheid om relationship agreement te sluiten?

In de volgende paragrafen bespreek ik de toegevoegde waarde van afspraken over transacties met de controlerende aandeelhouder, vertegenwoordiging in de RvC of one-tierboard en informatieverschaffing in een relationship agreement. Daarna bespreek ik de keerzijde van een verplichte relationship agreement. Tot slot bespreek ik de vraag of een gesloten relationship agreement openbaar zou moeten worden gemaakt.

9.1 Transacties met controlerende aandeelhouder op marktconforme voorwaarden

Een verplichting voor de beursvennootschap om alle transacties met verbonden partijen op marktconforme voorwaarden te sluiten, kennen wij niet. Weliswaar bepaalt de Code dat alle transacties met aandeelhouders die ten minste 10% van de aandelen houden, tegen op de markt gebruikelijke condities moeten worden overeengekomen, maar van deze bepaling kan worden afgeweken. Hetzelfde geldt voor de voorgeschreven goedkeuring van besluiten tot het aangaan van deze transacties die van materiële betekenis zijn voor de vennootschap en de verklaring in het bestuursverslag dat deze best practice bepaling is nageleefd. Vennootschappen

56 www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm voor aantal beursvennootschappen per 28 februari 2017.

57 Zie Cheffins 2013, p. 30.

58 Zie het Voorstel voor herziening van de Code van 11 februari 2016, p. 46 en R. Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen (Recht en Praktijk nr. ONR9)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, par. 4.3.1, p. 163-165.

59 Zie H-J de Kluiver en J. Barneveld, 'Kroniek van het ondernemingsrecht. Over ondernemen, maatschappelijk onbehagen en de 'stakeholder' als oriëntatiepunt', *NJB* 2016/742 (p. 5) en de brief van VEUO/VNO-NCW van 23 november 2016, p. 8. De nadelen van het geven van een doorslaggevende stem aan minderheidsaandeelhouders worden m.i. gemitigeerd maar niet opgeheven door invoering van een stewardship code zoals in Engeland en de implementatie van de bepalingen van de nieuwe Aandeelhoudersrichtlijn. Institutionele beleggers vormen geen homogene groep en zij mogen zich net als andere aandeelhouders in beginsel laten leiden door hun eigen belang. Dat is uiteindelijk hun financiële performance ten behoeve van hun begunstigen. Voor zover betrokken aandeelhouderschap daaraan kan bijdragen zullen zij daaraan uitvoering geven. Maar zij zijn niet de hoeders van het langetermijnsucces van de vennootschap; dat zijn bestuur en RvC. Empirisch onderzoek lijkt er op te wijzen dat het niet realistisch is te verwachten dat stewardship codes ertoe leiden dat institutionele investeerders zich gaan gedragen als "stewards", dus verantwoordelijker bezien vanuit het langetermijnsucces van de vennootschap. Zie D.A.M. Melis, 'The Institutional Investor Stewardship Myth: A Theoretical, Legal and Empirical Analysis of Prescribed Institutional Investor Stewardship in a Dutch Context', June 4 2014, te vinden op: <https://ssrn.com/abstract=2445997>. Voorzichtigheid blijft derhalve geboden bij het om deze reden toekennen van extra rechten aan minderheidsaandeelhouders.

60 Euronext Rule Book I: geharmoniseerde regels, te vinden op: www.euronext.com/nl/regulation/harmonised-rules, datum 6 maart 2017 en Euronext Amsterdam Rule Book II, Algemeen Reglement Euronext Amsterdam Effectenmarkt, te vinden op: www.euronext.com/nl/regulation/amsterdam, datum 2 januari 2017 (Rule Book II ex art 5:32a Wft).

61 Alternatief is een wettelijke regeling. De vraag waar een regeling over een relationship agreement het beste geregeld zou kunnen worden is niet makkelijk te beantwoorden. Zie Bootsma, Hijink & In 't Veld, *Ondernemingsrecht* 2015/120 over het complexe geheel van ondernemingsrechtelijke voorschriften dat van toepassing is op beursvennootschappen en de discrepantie tussen het daaraan veelal ten grondslag liggende uitgangspunt van de Nederlandse beursvennootschap die in Nederland statutair gevestigd, genoteerd en actief is en de realiteit die veel complexer is met een toenemend aantal buitenlandse vennootschappen dat in Nederland statutair gevestigd is maar niet in Nederland genoteerd is en/of geen of nauwelijks activiteiten in Nederland heeft. Zie ook de Nota, p. 27.

die genoteerd zijn op een in de EU/EER geregementeerde markt moeten op grond van IAS 24 informatie in de jaarrekening geven over alle transacties met een aandeelhouder die invloed van betekenis kan uitoefenen. Behoudens tegenbewijs geldt het kunnen uitoefenen van 20% of meer van de stemrechten als invloed van betekenis.⁶² Doel van deze regeling is gebruikers van jaarrekeningen informatie te verschaffen die relevant is voor de beoordeling van de vennootschap. Vennootschappen waarvoor art. 2:381 lid 3 BW geldt, moeten van betekenis zijnde transacties die niet aangegaan zijn onder normale marktvoorwaarden vermelden en daarover informatie verschaffen in de toelichting op de jaarrekening.⁶³ De implementatie van de nieuwe Aandeelhoudersrichtlijn zal ertoe leiden dat aandeelhouders eerder inzicht krijgen in transacties met verbonden partijen; openbaarmaking moet plaatsvinden uiterlijk op het moment van aangaan van de transactie.⁶⁴ Voor de definitie van verbonden partij wordt aangesloten bij de IAS. Het wordt aan de lidstaten overgelaten om te bepalen wanneer sprake is van een materiële transactie, waarbij verschillende kwantitatieve criteria gesteld kunnen worden voor de openbaarmaking en de goedkeuring. De bij de openbaarmaking te verstrekken informatie moet derden in staat stellen te beoordelen of de transactie redelijk en billijk is uit het oogpunt van de vennootschap en de aandeelhouders die geen verbonden partij zijn. De lidstaten kunnen bepalen dat de mededeling vergezeld moet worden van een rapport waarin beoordeeld wordt of de transactie redelijk en billijk is. Dit rapport kan worden opgesteld door een onafhankelijke derde, het bestuurs- of toezichthoudend orgaan, de audit commissie of een andere commissie waarvan de meerderheid bestaat uit onafhankelijke directors. De goedkeuringregeling geeft lidstaten de keuze de transacties goed te laten keuren door de aandeelhoudersvergadering of het bestuurs- of toezichthoudende orgaan.⁶⁵ De verplichting tot openbaarmaking en goedkeuring is niet van toepassing op transacties die in de

normale bedrijfsvoering en volgens normale marktvoorwaarden worden verricht.⁶⁶ Het bestuurs- of toezichthoudende orgaan moet wel periodiek nagaan of aan deze voorwaarden voldaan is.

Goedkeuring door de RvC van transacties met een aandeelhouder die een verbonden partij is, past beter binnen het Nederlands ondernemingsrecht dan goedkeuring door de aandeelhouders die geen verbonden partij zijn. Interessant is daarbij de vraag of een commissaris die als niet onafhankelijk wordt aangemerkt onder de Code omdat hij een vertegenwoordiger is van een grootaandeelhouder die ten minste 10% van de aandelen houdt, zal worden uitgesloten van de besluitvorming over de goedkeuring van de transactie ongeacht de vraag of in het concrete geval sprake is van een persoonlijk belang dat tegenstrijdig is met het belang van de vennootschap. Naar huidig recht is de commissaris die bestuurder of commissaris is bij een grootaandeelhouder die ten minste 10% van de aandelen houdt of door deze aandeelhouder of door een grootaandeelhouder voorgedragen is, niet per definitie uitgesloten van beraadslaging en besluitvorming over transacties met de grootaandeelhouder. Zelfs indien de commissaris een materieel financieel belang houdt in de grootaandeelhouder moet aan de hand van de door de commissaris verstrekte informatie door de RvC besloten worden of sprake is van een tegenstrijdig belang. In het kader van de implementatie van de nieuwe Aandeelhoudersrichtlijn zal hierover (wederom) nagedacht moeten worden.

De nieuwe goedkeuringregeling biedt – in aanvulling op de al in Nederland bestaande waarborgen zoals de verplichting van bestuur en RvC om te handelen in het belang van de vennootschap – een additionele waarborg ter voorkoming van transacties die tot benadeling van minderheidsaandeelhouders leiden. De nieuwe openbaarmakingsverplichting stelt de minderheidsaandeelhouder in staat tijdig actie te ondernemen als daarvan sprake is of lijkt te zijn.

9.2 Vertegenwoordiging in de RvC of one-tier board

De controlerende aandeelhouder die voordrachtsrechten heeft bedongen zal doorgaans zelf de afspraken daarover willen vastleggen. De echte vraag is of het de vennootschap vrij zou moeten staan af te wijken van de best practice bepaling dat de meerderheid van de commissarissen onafhankelijk is. Ter vergelijking: in Engeland, waar de UK Code bepaalt dat de helft van de leden van de *board*, exclusief de voorzitter, onafhankelijk moet zijn, kan een *director* die een aandeelhouder vertegenwoordigt als onafhankelijk worden aangemerkt mits de board dat beargumenteert. De flexibiliteit ten aanzien van het aantal onafhankelijke directors door de comply or explainregeling is bij de aanpassing van de Listing Rules gehandhaafd omdat de kwaliteit van *directors* belangrijker wordt geacht dan het aantal onafhankelijke directors. Interessant is ook dat vennootschappen genoteerd aan de NYSE met een controlerende aandeelhouder die 50% of meer van de stemrechten houdt, vrijgesteld zijn van het vereiste dat de meerderheid van de board uit onafhankelijke leden moet bestaan. Aanvankelijk was dat niet de bedoe-

62 Zie art. 4 Verordening (EG) 1606/2002 (*PbEG* 2002, L 243) en IAS 24 en 28.

63 Richtlijn 2013/34/EU betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen (*PbEU* 2013, L 182) gaat uit van vermelding van alle transacties met verbonden partijen, ook wanneer deze onder normale marktvoorwaarden zijn verricht, maar bevat een lidstaatoptie om voor te schrijven dat alleen transacties die niet onder normale marktvoorwaarden zijn verricht, moeten worden vermeld.

64 De regeling ziet op openbaarmaking en goedkeuring van material related party transactions. Zie over het eerste voorstel m.b.t. related party transactions in het voorstel voor de nieuwe Aandeelhoudersrichtlijn van de Europese Commissie van 9 april 2014: T.C.A. Dijkhuizen, 'Het richtlijnvoorstel tot wijziging van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn', *Bb* 2015/23; zie voor een toelichting over de ontstaansgeschiedenis van de related party transactions regeling: A.F.J.A. Leijten, 'European Corporate Governance Forum Statement on Related Party Transactions for Listed Entities', *Ondernemingsrecht* 2011/69 en M. van Olffen, 'Kapitaalverschaffers en de aandeelhoudersrichtlijn', in: G. van Solinge, M. van Olffen & M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Nederland, het Delaware van Europa?*, Deventer: Kluwer 2016, p. 175 e.v.

65 Bij de keuze voor goedkeuring door de aandeelhoudersvergadering kunnen de lidstaten de betrokken aandeelhouder toestaan te stemmen mits ervoor gezorgd wordt dat de betrokken aandeelhouder de transactie niet goedkeurt terwijl de meerderheid van de niet betrokken aandeelhouders of de meerderheid van de onafhankelijke directors het daar niet mee eens is. Uit overweging 43 van de nieuwe Aandeelhoudersrichtlijn blijkt dat hierbij gedacht wordt aan een gekwalificeerde meerderheidseis.

66 Lidstaten mogen ervoor kiezen deze transacties ook te reguleren.

ling, zoals blijkt uit de consultatie over de aanpassing van de NYSE Listed Company Manual in 2002. Betoogd werd dat dit vereiste onbillijk was omdat daarmee een meerderheidsaandeelhouder zijn aandeelhoudersrechten zou worden ontnomen. Verder zou dit onnodig zijn omdat andere nieuwe regels voldoende bescherming zouden bieden voor minderheidsaandeelhouders. Ook zou het ongewenst zijn omdat afsplitsingen en beursgangen van deelnemingen van *buy-out* fondsen of *venture capital* fondsen zouden worden ontmoedigd. Daarnaast hadden familiebedrijven aangegeven bezorgd te zijn dat hun betrokkenheid bij de board zou worden beperkt. In dezelfde consultatie werd bezwaar gemaakt tegen het aanmerken als niet onafhankelijk van directors die aandelen houden of institutionele beleggers of *venture capitalists* vertegenwoordigen die een aanzienlijk belang houden. Deze directors werden juist gezien als bewakers van de belangen van de aandeelhouders.⁶⁷ Hoewel deze consultatie vijftien jaar geleden plaatsvond, zijn de argumenten nog steeds valide.

Vergeleken met Engeland en de Verenigde Staten is de Code strenger omdat een vertegenwoordiger van een grootaandeelhouder die ten minste 10% van de aandelen houdt als niet onafhankelijk wordt aangemerkt. De regeling is wel versoepeld doordat meer ruimte is gecreëerd voor vertegenwoordigers van grootaandeelhouders in de RvC of one-tier board: de meerderheid van de RvC moet onafhankelijk zijn, waarbij per aandeelhouder of groep van aandeelhouders die meer dan 10% van de aandelen houdt maximaal één vertegenwoordiger lid kan zijn van de RvC of one-tier board.⁶⁸ De Monitoring Commissie merkte daarover op dat een aandelenbezit van 10% of meer doorgaans een teken is van betrokkenheid op lange termijn en daarmee bijdraagt aan de lange termijn waardecreatie.⁶⁹

De nieuwe best practice bepaling biedt een goed uitgangspunt voor de samenstelling van de RvC of one-tier board bij een vennootschap met een controlerende aandeelhouder. Onafhankelijke toezichthouders zijn een belangrijke bescherming tegen eventuele druk van een controlerende aandeelhouder. Maar belangrijker dan formele onafhankelijkheid is onafhankelijkheid van geest. Ook formeel onafhankelijke commissarissen zullen de druk en invloed van de controlerende aandeelhouder ervaren en zullen veelal direct of indirect afhankelijk zijn van de steun van de controlerende aandeelhouder voor hun herbenoeming. Ik onderschrijf daarom de mogelijkheid om aan de hand van de specifieke omstandigheden gemotiveerd af te wijken van de Code.⁷⁰

67 www.sec.gov/rules/sro/34-47672.htm.

68 Bpb 2.1.7 zegt meer dan 10%, bpb 2.1.8 ten minste 10%.

69 Zie het Verantwoordingsdocument van de Monitoring Commissie van 8 december 2016, p. 13. In dit verband wees de Monitoring Commissie erop dat buitenlandse corporate governance codes minder streng zijn dan onze Code, zie het Voorstel voor herziening van de Code van 11 februari 2016, p. 28.

70 Ik heb geen onderzoek gedaan naar de vraag hoe vaak hiervan sprake is bij beurs-NV's met een controlerende aandeelhouder. Uit een onderzoek in 2012 bleek niet dat beurs-NV's met een controlerende aandeelhouder vaker afwijken van bepalingen gericht op bescherming van minderheidsaandeelhouders, zie R. Abma & M. Olaerts, 'Is the Comply or Explain Principle a Suitable Mechanism for Corporate Governance throughout the EU?; The Dutch Experience', *European Company Law* 9, no. 6 (2012), p. 286-299.

9.3 Informatieverschaffing

Zouden in de relationship agreement waarborgen moeten worden opgenomen voor het voorkomen van handel met voorwetenschap? In de praktijk zal een betrokken controlerende aandeelhouder over meer informatie beschikken dan de overige aandeelhouders. Dat hoeft geen probleem te zijn en kan zelfs de overige aandeelhouders ten goede komen aangezien dit de controlerende aandeelhouder in staat stelt het bestuur te monitoren. Is sprake van koersgevoelige informatie dan zal zowel de vennootschap als de controlerende aandeelhouder zich aan de toepasselijke regelgeving moeten houden. Op grond van de Verordening marktmisbruik mag een insider voorwetenschap uitsluitend doorgeven uit hoofde van de normale uitoefening van werk, beroep of functie.⁷¹ Dat betekent dat de vennootschap van geval tot geval zal moeten bepalen of het redelijkerwijs nodig is voorwetenschap aan de controlerende aandeelhouder door te geven.⁷² Het vastleggen van afspraken over het verschaffen van informatie ontslaat de vennootschap niet van de verplichting om bij elk concreet informatieverzoek de hiervoor genoemde afweging te maken. In die zin voegt een afspraak over informatieverschaffing in een relationship agreement niets toe. Voordeel is wel dat in de relationship agreement een geheimhoudingsverplichting kan worden opgenomen.

9.4 Keerzijde van verplichte afspraken in een relationship agreement

De meeste ondernemers en familiebedrijven zullen liever niet een relationship agreement aangaan waarin zij moeten bevestigen dat alle transacties op marktconforme voorwaarden worden aangegaan, ook als ze niet van plan zijn zich te verrijken ten nadele van de minderheidsaandeelhouders. De verplichting om dit te doen bij het naar de beurs brengen van de onderneming kan ertoe leiden dat minder ondernemingen kiezen voor een beursgang. In de gevallen waarin wel vrijwillig een relationship agreement is gesloten, zal dit in de praktijk zijn voorafgegaan door uitgebreide onderhandelingen tussen de vennootschap en de controlerende aandeelhouder en, als het om meerdere aandeelhouders gaat, tussen deze aandeelhouders. Dat betekent dat de vennootschap bepaalde concessies zal moeten doen die mogelijk nadelig zijn voor de minderheidsaandeelhouders. Is een relationship agreement verplicht, dan bestaat het risico dat controlerende aandeelhouders die om hen moverende redenen af hebben gezien van bijvoorbeeld voordrachtsrechten (bijvoorbeeld omdat zij niet een overeenkomst willen sluiten) alsnog voordrachtsrechten bedingen. Hetzelfde geldt voor de informatievoorziening: de controlerende aandeelhouder zal in de onderhandelingen proberen een zo ruim mogelijk geformuleerde informatieverplichting op te nemen. Dat blijkt ook uit de onderzochte relationship agreements; vaak is gedetailleerd aangegeven welke informatie standaard moet worden verstrekt. Het ligt voor de

71 Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014, *PbEU* 2014, L 173/1.

72 Zie R. de Rijk, 'Doe maar normaal! Over het doorgeven van voorwetenschap "uit hoofde van de normale uitoefening van werk, beroep of functie"', *FRP* 2016/403.

hand dat dit in de praktijk leidt tot het verschaffen van meer informatie dan wanneer de controlerende aandeelhouder een concreet verzoek om informatie zal moeten toelichten waarna de vennootschap dit verzoek beoordeelt.⁷³ Tot slot merk ik op dat de praktijk leert dat het niet eenvoudig is de overeenkomst aan te passen als de omstandigheden daar aanleiding toe geven. Dit kan zich voordoen bij wijziging van de opvattingen over wat goede corporate governance inhoudt of een verandering van de omstandigheden waarin de vennootschap verkeert of een wijziging van de aandeelhoudersstructuur. De controlerende aandeelhouder kan om hem moverende redenen weigeren de overeenkomst aan te passen. Zijn er meerdere aandeelhouders, dan kunnen zij het onderling oneens zijn over de gewenste aanpassingen. Het risico is dus dat de vennootschap minder goed in staat is zich aan te passen aan nieuwe ontwikkelingen.

9.5 Openbaarmaking relationship agreement

Voor beleggers en andere stakeholders is het van belang te weten hoe de relatie met de controlerende aandeelhouder is vormgegeven. Bij het onderzoek voor deze bijdrage viel mij op dat de relationship agreement of informatie over het bestaan en de inhoud daarvan vaak moeilijk te vinden is en de beschrijving van de overeenkomst niet altijd duidelijk is. Ik ben dan ook voorstander van een verplichting om een gesloten overeenkomst op de website te plaatsen. Een beschrijving van de belangrijkste elementen geeft niet hetzelfde inzicht als openbaarmaking van de gehele overeenkomst. Deze openbaarmakingsverplichting zou ook moeten gelden voor relationship agreements met grootaandeelhouders die minder dan 30% van de stemrechten kunnen uitoefenen.

10. Conclusie

Gelet op de doelstelling van het ondernemingsrecht om het vestigingsklimaat te bevorderen en de doorgaans positieve invloed van betrokken controlerende aandeelhouders op lange termijn waardecreatie, past terughoudendheid bij nieuwe regels ter bescherming van minderheidsaandeelhouders. Dat zou anders kunnen zijn als de maatregel nodig is omdat zonder deze maatregel de minderheidsaandeelhouders onvoldoende beschermd worden. Het verplicht stellen van een relationship agreement om daarin afspraken vast te leggen over transacties met de controlerende aandeelhouder, de samenstelling van de RvC of one-tier board en informatieverstrekking, voegt niet alleen weinig toe aan de bestaande waarborgen, maar is naar mijn mening ook niet nodig omdat er al voldoende waarborgen bestaan. Hetzelfde geldt voor de relatie met grootaandeelhouders die minder dan 30% van de stemrechten kunnen uitoefenen. Invoering van een verplichte relationship agreement zou ertoe kunnen leiden dat minder vennootschappen de NV vorm en/of een notering in Nederland kiezen en Nederlandse ondernemingen in handen van een familie, onder-

nemer of een private equity fonds minder vaak kiezen voor een beursgang. Daar komt bij dat het invoeren van een dergelijke verplichting er toe kan leiden dat de vennootschap minder goed in staat is zich aan te passen aan veranderende omstandigheden doordat zij niet eenzijdig de afspraken in de relationship agreement kan wijzigen. Ten behoeve van adequate informatieverstrekking aan beleggers en andere stakeholders zou wel overwogen kunnen worden om vennootschappen te verplichten een gesloten relationship agreement op de website te plaatsen. Deze verplichting zou ook moeten gelden voor relationship agreements met grootaandeelhouders die minder dan 30% van de stemrechten kunnen uitoefenen.

Ik heb mij in deze bijdrage beperkt tot de vraag of een relationship agreement verplicht zou moeten zijn. Daarmee is niet de vraag beantwoord of en zo ja, welke andere maatregelen gewenst, in het bijzonder als zich specifieke situaties zoals een openbaar bod voordoen of als de controlerende aandeelhouder extra stemrechten heeft. De discussie hierover wordt niet alleen in Nederland gevoerd.⁷⁴ Daarbij wordt ook de vraag gesteld of corporate governance codes wel geschikt zijn om de belangen van minderheidsaandeelhouders te beschermen, gelet op de invloed die de controlerende aandeelhouder heeft op de afwijkingen en het gebrek aan invloed van de minderheidsaandeelhouders om daar tegenin te gaan. Deze discussie is nog niet uitgekristalliseerd. Het verdient aanbeveling om deze ontwikkelingen te volgen en het debat voort te zetten. Het ligt daarbij voor de hand op nationaal niveau geen strengere maatregelen in te voeren dan waartoe Nederland gehouden is op grond van Europeesrechtelijke voorschriften. Zeker niet zolang geen overtuigend bewijs voorhanden is dat bedrijven en beleggers Nederland mijden vanwege onvoldoende checks and balances bij vennootschappen met een controlerende aandeelhouder en ongelukken op grote schaal uitblijven. Dit klemmt te meer nu de open norm van art. 2:8 BW bij uitstek geschikt is om rekening te houden met de verscheidenheid aan vennootschappen met controlerende aandeelhouders en de in een concrete situatie betrokken belangen. Daarmee biedt het Nederlands ondernemingsrecht het maatwerk dat dit onderwerp verdient.

⁷³ Dat laat onverlet dat het verstandig kan zijn om een informatie protocol op te stellen indien een aandeelhouder een vertegenwoordiger in de RvC of one-tier board heeft, teneinde vast te leggen welke informatie de vertegenwoordiger wel en niet mag verstrekken aan de aandeelhouder.

⁷⁴ Nederland is niet het enige land dat de mogelijkheid biedt extra stemrechten toe te kennen. Zolang de discussie in Amerika (zie S. Davidoff Solomon, 'Shareholders Vote with their dollars to have less of say', *New York Times* 4 november 2015; P. Clapman & R. Koppes, 'Time to Rethink 'One Share, One Vote'', *The Wall Street Journal* 23 juni 2016; ISS 2017 Policy Survey over dual-class stock, bijvoorbeeld te vinden op: <https://radford.aon.com/insights/articles/2016/ISS-Releases-2017-Policy-Survey>; de nieuwe ISS 2017 Policy Guidelines, te vinden op: www.issgovernance.com/policy-gateway/2017-policy-information/ en De Commonsense Principles of Corporate Governance, III b., te vinden op: www.governanceprinciples.org/) en Europa niet meer is uitgekristalliseerd past voorzichtigheid bij het beperken of verbieden van dergelijke structuren. Zie ook A.A. Bootsma, 'Loyaliteitsdividend, bijzondere stemrechtenaandelen en de positie van minderheidsaandeelhouders – Midstream or IPO, that's the question', *MvO* 2016/7.1. Hoewel gesproken is over de mogelijkheid dit onderwerp in de nieuwe Aandeelhoudersrichtlijn op te nemen, is dat niet gebeurd. Bij de aanpassing van de Listing Rules van de LSE in 2014 is wel een bepaling toegevoegd die moet voorkomen dat premium listed vennootschappen dual-class aandelen gebruiken.