

ANNOTATIE

AkzoNobel, PPG en de Ondernemingskamer

F.G.K. Overkleeft (annotatie 1) en F. Eikelboom (annotatie 2)

*Annotatie bij Gerechtshof Amsterdam, 29-05-2017,
ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (OR-2017-0178)*

De auteur bespreekt bepaalde aspecten van de overnamestrijd tussen AkzoNobel en PPG en de daarmee verband houdende beschikking van de Ondernemingskamer van 29 mei 2017. De auteur besteedt daarbij met name aandacht aan de gedragsnormen voor de vennootschapsleiding van een doelvennootschap die in deze beschikking besloten liggen.

1 Inleiding

Op 29 mei 2017 wees de Ondernemingskamer een beschikking op verzoeken tot het treffen van bepaalde onmiddellijke voorzieningen die waren gericht tegen AkzoNobel N.V. (hierna: AkzoNobel).[1] Deze onmiddellijke voorzieningen waren verzocht in het kader van een enquêteprocedure die op 9 mei 2017 aanhangig was gemaakt door Elliott Advisors (hierna: Elliott), een Amerikaans hedgefonds dat vanaf december 2016 een belang in AkzoNobel had opgebouwd. Andere institutionele beleggers, samen met Elliott goed voor bijna 20% van de uitstaande aandelen in AkzoNobel, zijn als belanghebbenden in de enquêteprocedure verschenen. Zij hebben de verzoeken van Elliott ondersteund, deels met eigen verzoeken tot het treffen van aanvullende onmiddellijke voorzieningen.

De door Elliott verzochte onmiddellijke voorzieningen strekten in de kern tot (1) een bevel aan AkzoNobel om een bijzondere algemene vergadering van aandeelhouders (bava) bijeen te roepen met als agendapunt een voorstel tot ontslag van de president-commissaris van AkzoNobel, Antony Burgmans, en (2) de benoeming van een tijdelijk commissaris met beslissende stem bij AkzoNobel om toezicht te houden op de gang van zaken betreffende die

bava. Elliott had samen met enkele andere institutionele beleggers op 10 april 2017 reeds een verzoek gedaan om een bava met het voorstel tot ontslag van Burgmans als enig agendapunt bijeen te roepen. AkzoNobel had dit verzoek op 25 april 2017 gemotiveerd afgewezen. Elliott koos na deze afwijzing niet voor de wettelijk voorziene rechtsgang van artikel 2:110/111 van het Burgerlijk Wetboek (BW) tot het verkrijgen van een machtiging van de voorzieningenrechter om zelf tot bijeenroeping van de door haar gewenste bava over te mogen gaan. In plaats daarvan koos zij ervoor om de zaak integraal aan de Ondernemingskamer voor te leggen, in de kennelijke hoop dat de Ondernemingskamer met de verzochte onmiddellijke voorzieningen langs een andere route het door Elliott gewenste resultaat zou kunnen bewerkstelligen. Het liep anders. De Ondernemingskamer wees alle verzoeken tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen af.

2 Waar het écht om ging: de overnamestrijd tussen AkzoNobel en PPG

De spreekwoordelijke ‘elephant in the room’ tijdens de mondelinge behandeling bij de Ondernemingskamer op 22 mei 2017 was het Amerikaanse PPG Industries Inc. (hierna: PPG). PPG had tussen 2 maart en 24 april tot driemaal toe een ongevraagd voorstel aan de vennootschapsleiding van AkzoNobel gedaan om te komen tot een wederzijds gesteunde overname van AkzoNobel door haar concurrent PPG. Hoewel PPG haar eerste voorstel in een vertrouwelijke brief had gedaan, werd het overnameproces al snel een publieke aangelegenheid doordat nieuws van PPG’s interesse in een overname van AkzoNobel kort daarop in de markt ging rondzingen. AkzoNobel maakte daarop via een persbericht bekend dat zij het voorstel van PPG had afgewezen en dat zij in plaats daarvan opties voor herijking van haar eigen standalone strategie zou onderzoeken. Daarbij ging het in het bijzonder om de mogelijkheden voor een eventuele afsplitsing van AkzoNobels ‘specialty chemicals’-divisie. Vanaf dat moment ontstond een overnamestrijd tussen AkzoNobel en PPG, die zich voor een belangrijk deel via persberichten en berichtgeving in de media voltrok. PPG stelde zich in die berichtgeving strijdvaardig op. Met uitspraken als ‘weglopen is voor ons geen optie’[2] en ‘Wij willen AkzoNobel kopen. De aandeelhouders spreken duidelijke taal’[3] hield PPG impliciet de mogelijkheid van het doen van een vijandig overnamebod open.

De twee volgende voorstellen van PPG werden telkens na een zorgvuldig intern proces unaniem afgewezen door het bestuur en de raad van commissarissen (RvC) van AkzoNobel gezamenlijk. De gronden voor afwijzing zagen niet alleen op de geboden prijs, maar ook op zaken als het gebrek aan ‘deal certainty’ vanwege verwachte mededingingsbezwaren, de verwachte negatieve gevolgen voor de werkgelegenheid en cultuurverschillen tussen AkzoNobel en PPG, onder meer op het gebied van duurzaamheid. AkzoNobel ging ook niet in op herhaalde uitnodigingen van PPG, deels gedaan via de media, om in ieder geval het gesprek met PPG aan te gaan om de mogelijkheden voor een eventuele wederzijds gesteunde

overname te verkennen. Uiteindelijk vond op 6 mei 2017 na het derde voorstel van PPG wel een ontmoeting plaats tussen de bestuursvoorzitter en de president-commissaris van AkzoNobel (Büchner en Burgmans) en hun evenknieën bij PPG (McGarry en Grant). Kort daarna wees AkzoNobel ook het derde voorstel van PPG af. PPG beklagde zich daarop via een persbericht onder meer over het feit dat Büchner en Burgmans in het gesprek hadden aangegeven dat zij geen bedoeling of mandaat hadden om onderhandelingen te voeren, dat zij tijdens het gesprek geen vragen aan PPG zouden hebben gesteld en dat zij op hun beurt niet zouden zijn ingegaan op vragen van PPG over de vergelijking tussen de voorstellen van PPG en AkzoNobels eigen standalone strategie. Volgens AkzoNobel had zij juist vooraf aan PPG meegedeeld dat het doel van de bespreking zou zijn om PPG in de gelegenheid te stellen het derde voorstel toe te lichten.[4] De lijn van AkzoNobel hierbij lijkt te zijn geweest dat het op de weg van PPG had gelegen om proactief de bekende bezwaren van AkzoNobel te adresseren.

De beslissing van de vennootschapsleiding van AkzoNobel om niet in te gaan op de uitnodigingen van PPG om in gesprek te gaan over de eerste twee voorstellen leidde tot felle kritiek bij aandeelhouders. Hetzelfde gold voor de beslissing om na het hierboven genoemde gesprek ook het derde voorstel van PPG af te wijzen en verdere gesprekken met PPG op basis van de gedane voorstellen uit te sluiten. Aandeelhouders wezen erop dat de voorstellen van PPG, in het bijzonder het derde voorstel, uitgingen van een overnameprijs die een significante premie boven de beurskoers behelsde en dat PPG zich voorts bereid had getoond om te onderhandelen over toezeggingen met betrekking tot andere stakeholders zoals werknemers. Het meest vocaal in de kritiek was Elliott. Het eerdergenoemde verzoek tot bijeenroeping van een bava was ook nadrukkelijk ingegeven door haar onvrede met de wijze waarop de vennootschapsleiding van AkzoNobel met de voorstellen van PPG omging. Volgens Elliott hadden de bestuurders en commissarissen van AkzoNobel hun verplichtingen op het gebied van corporate governance jegens de aandeelhouders verzaakt door niet, althans niet in voldoende mate, op de uitnodigingen van PPG in te gaan om over haar voorstellen te praten en was Burgmans hiervoor verantwoordelijk.[5] Ook de andere aandeelhouders die zich als belanghebbenden in de enquêteprocedure hadden gemeld, drongen nadrukkelijk bij AkzoNobel aan op het aangaan van verdere gesprekken met PPG.

Ondertussen begon de tijd voor PPG te dringen. Op grond van artikel 7 lid 1 en 3 van het Besluit openbare biedingen (Bob) zou PPG uiterlijk op 1 juni 2017 een concept-biedingsbericht ter goedkeuring bij de AFM moeten indienen, ook wanneer zij zou besluiten om zonder steun van AkzoNobel een vijandig overnamebod door te zetten. De verzoekende aandeelhouders leken daarom hun hoop op de Ondernemingskamer te hebben gevestigd om met het treffen van onmiddellijke voorzieningen alsnog voor die deadline een wending in de overnamestrijd te bewerkstelligen. PPG is zelf ook als belanghebbende in de

enquêteprocedure verschijnen.[6] Ter zitting verklaarde PPG neutraal te staan ten opzichte van wat zij als het 'governance-geschil' tussen AkzoNobel enerzijds en Elliott en de andere aandeelhouders anderzijds typeerde. PPG gaf wel aan dat zij wilde dat AkzoNobel een werkelijke discussie met haar zou aangaan over een mogelijke combinatie van beide bedrijven.[7] Hoewel dit niet met zoveel woorden werd gezegd, hoopte PPG kennelijk ook dat de Ondernemingskamer het ertoe zou brengen dat AkzoNobel deze discussie alsnog met PPG zou (moeten) aangaan.

De Ondernemingskamer heeft gelet op het spoedeisend karakter bij voorrang beslist op de verzoeken tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen, alvorens het onderliggende enquêteverzoek te behandelen. Sinds achtereenvolgens de DSM-beschikking van de Hoge Raad uit 2007[8] en de invoering van artikel 2:349a lid 3 BW in het kader van de Wet herziening enquêterecht uit 2013 kan de Ondernemingskamer in het geval dat nog geen onderzoek is gelast alleen dan onmiddellijke voorzieningen treffen indien er naar haar voorlopig oordeel gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of een juiste gang van zaken te twifelen. In wezen noopte Elliott met haar verzoeken om onmiddellijke voorzieningen de Ondernemingskamer dus tot het geven van een (voorshands) oordeel van de Ondernemingskamer over de wijze waarop het bestuur en de RvC van AkzoNobel concreet invulling hadden gegeven aan hun taken als vennootschapsleiding van een doelvennootschap. De Ondernemingskamer had in de recente enquêteprocedures rond Delta Lloyd[9] en TMG[10] al laten zien dat zij in het kader van dit voorshands te geven oordeel toch al een grondige toetsing van de relevante feiten en omstandigheden van de zaak ten gronde verricht, zelfs wanneer een beschikking al enkele dagen na de mondelinge behandeling moet worden gegeven. Eenzelfde feitelijke toets heeft de Ondernemingskamer ook in haar beschikking inzake AkzoNobel toegepast, in ieder geval waar het ging over de wijze waarop de bestuurders en commissarissen van AkzoNobel met de voorstellen van PPG zijn omgegaan. Het zijn deze overwegingen van de Ondernemingskamer die het onderwerp van mijn bijdrage vormen.[11]

3 De beoordeling van de Ondernemingskamer

De Ondernemingskamer stelt aan het begin van haar beschikking bepaalde uitgangspunten voor het juridisch kader vast. Onder verwijzing naar de beschikkingen van de Hoge Raad inzake ABN AMRO (2007)[12] en ASMI (2010)[13] stelt de Ondernemingskamer voorop dat (1) het bepalen van de strategie in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur onder toezicht van de RvC, (2) de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) haar opvattingen ter zake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in de wet en statuten toegekende rechten, en (3) het bestuur aan de AVA verantwoording heeft af te leggen van zijn beleid, maar behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen niet verplicht is de AVA vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het

bestuur bevoegd is.[14] Deze uitgangspunten waren ter zitting ook erkend door Elliott en door de andere aanwezige aandeelhouders, althans door hun Nederlandse advocaten die deze groep Britse en Amerikaanse vermogensbeheerders in de presentatie naar de Ondernemingskamer toe met een Rijnlands sausje[15] hadden overgoten. De Ondernemingskamer overweegt vervolgens dat ook de positiebepaling van een doelvennootschap zoals AkzoNobel in reactie op voorstellen van een potentiële bidder zoals PPG behoort tot het bepalen van de strategie van de vennootschap en dus tot het domein van het bestuur.[16] Ook dit oordeel is tegen de achtergrond van de genoemde ABN AMRO-beschikking van de Hoge Raad niet nieuw en ook hierover waren alle partijen het ter zitting eens.

De Ondernemingskamer vervolgt met het formuleren van het door de vennootschapsleiding van AkzoNobel te volgen richtsnoer bij de beoordeling van de voorstellen van PPG. De Ondernemingskamer haalt hier – weinig verrassend – de normen aan die de Hoge Raad in 2014 in zijn Cancun-beschikking heeft geformuleerd.[17] Opvallend genoeg geeft de Ondernemingskamer in een ander deel van de beschikking nog de volgende overweging:

‘Het bestuur van een doelvennootschap dient zich ook bij de beoordeling van voorstellen van een potentiële bidder, onder toezicht van de raad van commissarissen, te richten op – in de termen van de Corporate Governance Code – de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders te wegen. Dat richtsnoer brengt logischerwijs mee dat denkbaar is dat de doelvennootschap besluit een voorstel van een potentiële bidder niet te steunen, ook indien een meerderheid van de aandeelhouders van de doelvennootschap een dienovereenkomstig bod zou willen aanvaarden. Om dezelfde reden is evenzeer denkbaar dat de doelvennootschap besluit een voorstel voor een potentiële bidder niet te steunen terwijl aannemelijk is dat een stand alone scenario minder aandeelhouderswaarde genereert (op lange termijn) dan het overnamevoorstel (op korte termijn). Korter gezegd: het feit dat een besluit van de doelvennootschap om een bod niet te steunen niet strookt met de wil van (een meerderheid van) de aandeelhouders, betekent niet zonder meer dat de doelvennootschap in redelijkheid niet tot dat besluit heeft kunnen komen.’[18]

Het lijkt erop dat de Ondernemingskamer de begrippen ‘bestendig succes van de onderneming’ uit Cancun en ‘lange termijn waardecreatie’ uit de Code Van Manen als onderling inwisselbare termen ziet. Over het antwoord op de vraag of deze termen daadwerkelijk inwisselbaar zijn, werd in de literatuur naar aanleiding van de publicatie van de concept-Code Van Manen in februari 2016 aanvankelijk nog getwijfeld,[19] maar de beschikking van de Ondernemingskamer lijkt dit nu wel te bevestigen. Wat verder opvalt, is dat de Ondernemingskamer de mogelijkheid openlaat dat de vennootschapsleiding een

voorgenomen overname zelfs niet steunt, terwijl aannemelijk is dat het vasthouden aan de standalone strategie minder aandeelhouderswaarde op lange termijn zal genereren dan het overnamevoorstel op korte termijn. Hiermee benadrukt de Ondernemingskamer naar mijn mening het gegeven dat de belangen van aandeelhouders binnen de kaders van het streven naar 'lange termijn waardecreatie' dan wel het bestendig succes van de onderneming weliswaar een belangrijke plaats innemen, maar dat aan deze belangen juridisch gezien geen per definitie doorslaggevende betekenis toekomt, ook niet in overnamesituaties.

De Ondernemingskamer stelt vast dat uit het voor de vennootschapsleiding geldende richtsnoer volgt dat bestuur en RvC van AkzoNobel gehouden waren om de voorstellen van PPG zorgvuldig te beoordelen mede in het licht van alternatieve scenario's.[20] Kernvraag daarbij was in hoeverre AkzoNobel in de gegeven omstandigheden gehouden was tot het voeren van onderhandelingen dan wel inhoudelijke besprekingen met PPG. De Ondernemingskamer stelt voorop dat er naar haar oordeel geen algemene rechtsregel bestaat die een doelvennootschap ertoe verplicht om inhoudelijke besprekingen te voeren met een serieuze potentiële bidder die ongevraagd een serieus overnamevoorstel doet.[21] Het bestaan van een dergelijke rechtsregel was naar aanleiding van berichtgeving over de overnamestrijd tussen AkzoNobel en PPG onder verwijzing naar de RNA-beschikking van de Hoge Raad uit 2003[22] wel verdedigd door verschillende commentatoren, onder wie de voormalig voorzitter van de Ondernemingskamer Willems.[23] De Ondernemingskamer gaat hier dus niet in mee. Mede bezien tegen de achtergrond van de hierna te bespreken opmerkingen van de Ondernemingskamer over het krachtenveld waarin een doelvennootschap zich bevindt,[24] kan ik dit oordeel van de Ondernemingskamer goed volgen.

Ook een verdergaande verplichting, namelijk een verplichting van een doelvennootschap om te onderhandelen met een potentiële bidder, wordt door de Ondernemingskamer verworpen. De Ondernemingskamer stelt weliswaar onder verwijzing naar ABN AMRO vast dat het bestuur van de doelvennootschap onder omstandigheden gehouden is de gerechtvaardigde belangen van potentiële ('serieuze') bidders te respecteren en zich te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bidders onevenredig kunnen schaden, maar zij oordeelt tegelijkertijd dat de redelijkheid en billijkheid aan degene die ongevraagd een voorstel tot overname doet geen aanspraak geven op onderhandelingen met de doelvennootschap.[25]

Evengoed oordeelt de Ondernemingskamer dat inhoudelijke besprekingen van een doelvennootschap met een bidder onder bepaalde omstandigheden geboden kunnen zijn. De Ondernemingskamer overweegt hierover het volgende:

'Of inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen geboden zijn hangt af van de

omstandigheden van het concrete geval. In een geval als het onderhavige – AkzoNobel had op het moment dat PPG zich aandeede niet het strategische besluit genomen om het stand alone scenario te verlaten – zullen als gezichtspunten, naast de voorgestelde biedprijs, onder meer een rol spelen wat de strategische bedoelingen van de potentiële bieder zijn, wat naast de prijs de inhoud van de voorstellen is, in hoeverre de doelvennootschap de voorstellen kan beoordelen zonder inhoudelijke besprekingen met de potentiële bieder en de inhoud en het verloop van de overige interactie tussen de doelvennootschap en de potentiële bieder. Voor zover een gehoudenheid bestaat tot inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen, vloeit die voort uit de taakvervulling waartoe bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap jegens de vennootschap gehouden zijn. De omstandigheid dat, toegesneden op het onderhavige geval, inhoudelijk overleg met PPG kan bijdragen aan de oordeelsvorming door AkzoNobel over de voorstellen van PPG en aan het vermogen van AkzoNobel om haar aandeelhouders en andere stakeholders uit te leggen waarom zij de voorkeur geeft aan haar eigen stand alone strategie, vestigt op zichzelf geen verplichting tot onderhandelingen of inhoudelijke besprekingen met PPG.’[26]

De Ondernemingskamer beoordeelt vervolgens het proces van interne besluitvorming dat de vennootschapsleiding van AkzoNobel ten aanzien van elk van de door PPG gedane voorstellen heeft doorlopen. De Ondernemingskamer stelt op basis daarvan vast dat ‘het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel intensief en met een aanzienlijke frequentie hebben beraadslaagd over de voorstellen van PPG en dat het bestuur en de raad van commissarissen zich daarbij hebben voorzien van de inbreng van gerenommeerde externe financiële en juridische adviseurs’.[27] De Ondernemingskamer stelt voorts vast dat uit de stukken blijkt dat de vennootschapsleiding van AkzoNobel de voorstellen van PPG serieus en inhoudelijk heeft beoordeeld dat niet is gebleken van (voldoende) aanknopingspunten voor de stellingen dat AkzoNobel niet daadwerkelijk heeft opengestaan voor de mogelijkheid van een overname door PPG en dat het besluitvormingsproces van AkzoNobel in feite een geval van ‘going through the motions’ zou hebben betroffen.[28] De Ondernemingskamer merkt bij dit alles wel op dat de juistheid van de door de vennootschapsleiding van AkzoNobel gemaakte afwegingen als zodanig niet ter beoordeling van de Ondernemingskamer staat.[29] Hiermee maakt de Ondernemingskamer duidelijk dat zij het uiteindelijk via een zorgvuldig proces tot stand gebrachte beleid marginaal toetst.

De Ondernemingskamer gaat daarna in op de ‘vraag-antwoord’-dynamiek tussen AkzoNobel en PPG, in het bijzonder rond de eerdergenoemde bespreking van 6 mei 2017. Op basis van een analyse van de voorstellen van PPG, de reacties op die voorstellen van AkzoNobel en de gang van zaken rond de bespreking die tussen AkzoNobel en PPG heeft plaatsgevonden, komt de Ondernemingskamer tot het oordeel dat AkzoNobel in reactie op de eerste twee

voorstellen aan PPG te kennen had gegeven waarom AkzoNobel die voorstellen niet aanvaardbaar achtte. De Ondernemingskamer overweegt dan het volgende:

‘AkzoNobel heeft daarbij in zodanige mate inzicht gegeven in haar bezwaren en bedenkingen dat PPG voldoende aanknopingspunten had om, indien zij dat wilde, haar voorstellen, ook ten aanzien van de niet financiële aspecten daarvan aan te passen om tegemoet te komen aan die bezwaren en bedenkingen en/of AkzoNobel te voorzien van concrete gegevens aan de hand waarvan AkzoNobel zou kunnen komen tot een andere waardering van de door haar genoemde risico’s en onzekerheden verbonden aan de voorstellen van PPG.’[30]

AkzoNobel was in de gegeven omstandigheden dus niet gehouden om PPG verder uit te vragen over haar voorstellen of om aan PPG een nadere toelichting te geven over de gronden voor afwijzing van deze voorstellen door AkzoNobel. De door de Ondernemingskamer aangelegde maatstaf is hoog voor een potentiële bidder, maar deze maatstaf sluit wel aan bij haar eerdere constatering dat er geen algemene rechtsregel is die een doelvennootschap verplicht tot het voeren van inhoudelijke besprekingen met een potentiële bidder. Wel is vereist dat een doelvennootschap in een afwijzende reactie op een ongevraagd voorstel van een potentiële bidder voldoende (inhoudelijke) feedback geeft, zodat de potentiële bidder zelf kan nagaan op welke punten zijn voorstel niet adequaat is. In dit geval constateert de Ondernemingskamer dat AkzoNobel aan dit vereiste heeft voldaan. De bal lag daarmee (weer) bij PPG. De Ondernemingskamer overweegt dat gesteld noch gebleken is dat PPG tijdens het gesprek met AkzoNobel op 6 mei wezenlijk nieuwe informatie heeft verschaft of nadere toezeggingen heeft gedaan.[31] Dit impliceert dat de bal naar het oordeel van de Ondernemingskamer kennelijk bij PPG is blijven liggen.

De Ondernemingskamer overweegt nog, haast ten overvloede, dat zij het van belang acht dat AkzoNobel in haar afwegingen om al dan niet inhoudelijk het gesprek met PPG aan te gaan heeft betrokken dat werkelijk vrijblijvend overleg in de gegeven omstandigheden niet meer tot de reële mogelijkheden behoorde.[32] De Ondernemingskamer wijst op het feit dat het een publieke overnamestrijd betrof en er vanuit de aandeelhouders publiekelijk druk op AkzoNobel werd uitgeoefend om met PPG in gesprek te gaan dan wel om met PPG in onderhandeling te treden. De Ondernemingskamer oordeelt:

‘In deze omstandigheden is het niet onbegrijpelijk dat AkzoNobel er – in ieder geval ten tijde van de ontvangst van het derde voorstel van PPG op 24 april 2017 – minst genomen rekening mee hield dat (inhoud en verloop van) inhoudelijke besprekingen tussen AkzoNobel en PPG niet vertrouwelijk zouden blijven, met als gevolg dat een zodanige dynamiek zou ontstaan, onder meer met betrekking tot de beurskoers van AkzoNobel en de samenstelling van haar aandeelhoudersbestand dat er geen begaanbare weg terug meer zou zijn.’[33]

De Ondernemingskamer geeft met deze overweging blijk van realiteitszin. Het is een ervaringsgegeven dat het aandeelhoudersbestand van een doelvennootschap vaak significante wijzigingen ondergaat nadat de interesse van een potentiële bidder bekend is geworden. Zittende aandeelhouders, ook institutionele beleggers, stappen soms uit om een koerswinst te verzilveren en hun plaats wordt dan vaak ingenomen door gespecialiseerde 'event-driven' beleggingsfondsen, die speculeren op het al dan niet doorgaan van de overname. Bij het Britse Cadbury kwam in 2009 in een periode van drie maanden na de eerste aankondiging van het ongevraagde bod van haar Amerikaanse concurrent Kraft maar liefst 31% van de aandelen in handen van 'event-driven' hedgefondsen.[34] Een doelvennootschap begeeft zich in dergelijke omstandigheden met het aangaan van gesprekken met de potentiële bidder op een hellend vlak, hoe vrijblijvend die gesprekken ook zijn bedoeld. Dat de Ondernemingskamer de voor de doelvennootschap lastige dynamiek in deze omstandigheden als gegeven onderkent, is waardevol.

Alles overziende komt de Ondernemingskamer tot het – nog altijd voorshandse – oordeel dat AkzoNobel geen zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden door geen inhoudelijke gesprekken of onderhandelingen met PPG te voeren en dat er – wederom voorshands – geen gegronde redenen zijn om aan het beleid en de gang van zaken van AkzoNobel te twijfelen ten aanzien van de beraadslaging en besluitvorming in reactie op de voorstellen van PPG.[35] In het verlengde hiervan komt de Ondernemingskamer uiteindelijk tot de slotsom dat er vanwege het voorshands ontbreken van dergelijke gegronde redenen thans onvoldoende aanleiding is voor het treffen van onmiddellijke voorzieningen. Met betrekking tot de door Elliott gevraagde interventie komt de Ondernemingskamer tot het voorlopig oordeel dat de afwijzing door AkzoNobel van het verzoek van Elliott om een bava bijeen te roepen met als agendapunt het voorgesteld ontslag van Burgmans ook niet kan worden aangemerkt als een gegronde reden om aan een juist beleid of juiste gang van zaken te twijfelen.[36] De Ondernemingskamer oordeelt op dit punt dat het Elliott met haar bava-verzoek kennelijk te doen was om – direct dan wel indirect – een wijziging in de door AkzoNobel gevoerde strategie ten opzichte van PPG te bewerkstelligen.[37] Juist omdat de Ondernemingskamer voorshands heeft vastgesteld dat er rond de beraadslaging en besluitvorming binnen AkzoNobel in reactie op de voorstellen van PPG geen gegronde redenen zijn om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen, is de impliciete conclusie dat AkzoNobel niet mee hoefde te werken aan de opzet van Elliott om via het ontslag van Burgmans een wijziging van het aldus tot stand gebrachte beleid af te dwingen, op zichzelf niet onlogisch. Zoals in de inleiding reeds opgemerkt, valt dit deel van de beschikking van de Ondernemingskamer evenwel buiten de reikwijdte van deze bijdrage.

4 Afronding

Het kan verkeren. Nadat de Ondernemingskamer op 29 mei alle verzoeken tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen tegen AkzoNobel had afgewezen, was de grote vraag wat de volgende zet van PPG zou zijn. Die volgende zet kwam op 1 juni, toen PPG bekendmaakte dat zij vooralsnog zou afzien van het uitbrengen van een openbaar bod op AkzoNobel.[38] Daarmee is de overnamestrijd rond AkzoNobel – in ieder geval voorlopig – ten einde.

Een overeenkomst tussen de beschikking in AkzoNobel en de beschikking in TMG, die twee maanden eerder is geweest, is dat de Ondernemingskamer in beide zaken begrip heeft opgebracht voor de lastige positie waarin de vennootschapsleiding van een doelvennootschap in geval van een ongevraagde overnamebieding of een ongevraagd voorstel daartoe kan komen te verkeren. In TMG bestond deze lastige positie erin dat de vennootschapsleiding uiteindelijk in het belang van de onderneming tot een akkoord moest komen met een biedend consortium dat reeds over 60% van de aandelen kon beschikken en daarmee alternatieve scenario's (standalone verder of een overname door een concurrerende bidder) op voorhand onmogelijk maakte. In AkzoNobel ziet dit begrip op de kennelijke wens van de vennootschapsleiding van een doelvennootschap om zelf de regie te houden bij de beoordeling van de voorstellen van een potentiële bidder, en dus niet als speelbal in het krachtenveld van een publieke overnamestrijd richting een bepaalde uitkomst te worden gedreven.

De geboden handelingsvrijheid voor de vennootschapsleiding van een doelvennootschap die de Ondernemingskamer in AkzoNobel biedt, is evenwel niet vrijblijvend. De Ondernemingskamer heeft met betrekking tot het proces dat bestuur en RvC van AkzoNobel rond de beoordeling van de voorstellen van PPG hebben doorlopen, een serieuze maatstaf aangelegd. Hetzelfde geldt voor de reacties die AkzoNobel op de voorstellen van PPG heeft geformuleerd en de overige contacten die tussen AkzoNobel en PPG hebben plaatsgehad. Hoewel het geen wezenlijk nieuwe elementen lijkt te bevatten, is het door de Ondernemingskamer geformuleerde toetsingskader toch een verrijking voor de praktijk, in die zin dat het enige houvast biedt aan bestuurders en commissarissen van doelvennootschappen, alsook dat het enige duidelijkheid schept over wat een potentiële ongevraagde bidder van een doelvennootschap mag verwachten. Uiteindelijk komt het altijd aan op de omstandigheden van het geval, maar de beschikking van de Ondernemingskamer geeft wel een plattegrond om de betreffende omstandigheden te kunnen verkennen. Zo komt uiteindelijk in de overnamestrijd tussen AkzoNobel en PPG de collectieve uitvoeringspraktijk als winnaar uit de bus.

Noten

[1] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel).

- [2] AkzoNobel wordt overgenomen: goedschiks of kwaadschiks, NRC 23 maart 2017.
- [3] McGarry (PPG): we willen AkzoNobel kopen, we zijn resoluut, Het Financieele Dagblad 23 maart 2017.
- [4] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 3.21.
- [5] Ibid., r.o. 2.35.
- [6] AkzoNobel heeft voorafgaand aan de zitting nog betwist dat PPG als mogelijk belanghebbende kon worden aangemerkt. De Ondernemingskamer heeft ter zitting beslist dat PPG voldeed aan de criteria van belanghebbende in de zin van HR 6 juni 2003, NJ 2003/486 (Scheipar). Zie Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 1.14-1.15.
- [7] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 3.6.
- [8] HR 14 december 2007, JOR 2008/11 m.nt. A. Doorman (DSM).
- [9] Hof Amsterdam (OK) 14 maart 2016, ARO 2016/44 (Delta Lloyd).
- [10] Hof Amsterdam (OK) 21 maart 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:930 (TMG).
- [11] De overwegingen van de Ondernemingskamer over de vraag of AkzoNobel het convocatieverzoek van Elliott mocht weigeren en over de wijze waarop – en de mate waarin – de vennootschapsleiding van AkzoNobel verantwoording dient af te leggen aan de aandeelhouders over de ter zake gemaakte keuzes en het ter zake gevoerde beleid vallen daarmee buiten de reikwijdte van dit artikel. Zie Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 3.26-3.37. Zie over het eerste onderwerp F.M. Peters & F. Eikelboom, De strijd over het agenderingsrecht tussen Elliott en Akzo, WPNR 2017 (7156), p. 496-503.
- [12] HR 13 juli 2007, NJ 2007/434 m.nt. J.M.M. Maeijer (ABN AMRO).
- [13] HR 9 juli 2010, NJ 2010/544 m.nt. P. van Schilfgaarde (ASMI).
- [14] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 3.9.
- [15] Met ‘Rijnlands sausje’ doel ik hier op het uitgangspunt van het Nederlandse vennootschapsrecht dat een onderneming van een kapitaalvennootschap zoals AkzoNobel niet enkel wordt gedreven met het oog op uitsluitend de belangen van aandeelhouders (*shareholder model*), maar dat ook andere belangen zoals die van werknemers relevant zijn.

[16] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 3.10-3.11.

[17] Ibid., r.o. 3.12, verwijzend naar HR 4 april 2014, NJ 2014/389 m.nt. P. van Schilfgaarde (Cancun).

[18] Ibid., r.o. 3.34.

[19] Zie bijv. B.F. Assink, Van vennootschappelijk belang (II, slot), WPNR 2016/7112, p. 491-499, die zich afvraagt waarom in de concept-Code geen verwijzing naar de Cancun-beschikking van de Hoge Raad was opgenomen. Zie ook F.G.K. Overkleeft & J.H.L. Beckers, Het consultatievoorstel voor een herziene Code en langetermijnwaardecreeatie: alleen 'jam tomorrow' of ook 'jam today?', MvO 2016, p. 43-46. In de toelichting bij nr. 1.1 van de definitieve Code is uiteindelijk wel een verwijzing naar het richtsnoer van het bestendig succes van de onderneming à la Cancun opgenomen.

[20] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 3.13.

[21] Ibid., r.o. 3.14.

[22] Hierover F.G.K. Overkleeft, De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen. Een analyse van recht, gebeurtenissen en ideeën (diss. Rotterdam; IVO-reeks nr. 103), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 280-287.

[23] We hoeven niet bang te zijn voor het al te grove kapitalisme, Het Financieele Dagblad 20 mei 2017. VEB-directeur Koster liet zich in een uitzending van Buitenhof van 14 mei 2017 in vergelijkbare bewoordingen uit.

[24] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 3.23.

[25] Ibid., r.o. 3.16.

[26] Ibid., r.o. 3.14-3.15.

[27] Ibid., r.o. 3.19.

[28] Ibid., r.o. 3.20.

[29] Ibid., r.o. 3.19.

[30] Ibid., r.o. 3.22.

[31] Ibid., r.o. 3.21.

[32] Ibid., r.o. 3.23.

[33] Ibid.

[34] Overkleeft 2017, p. 512-513.

[35] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 3.24-3.25.

[36] Ibid., r.o. 3.28.

[37] Ibid.

[38] Verffabrikant PPG geeft strijd om AkzoNobel op, Het Financieele Dagblad 2 juni 2017.

Deze bijdrage bespreekt en geeft relevante achtergronden over de beschikking van de voorzieningenrechter op het verzoek van Elliott om een machtiging om een algemene vergadering van AkzoNobel bijeen te roepen. Centraal staan de vragen hoe zo'n verzoek moet worden getoetst en hoeveel beslissingsruimte de voorzieningenrechter daarbij heeft.

1 Inleiding

2017 was een tumultueus jaar voor de Nederlandse *blue chip*-beursvennootschap AkzoNobel N.V. (hierna: AkzoNobel). Zij kwam onder druk te staan toen een concurrent, PPG Industries, Inc. (hierna: PPG), avances maakte om haar over te nemen en, toen AkzoNobel de boot afhiel, schermde met een vijandig bod. Alsof dat niet genoeg was, kwamen (een aantal van) de aandeelhouders in opstand onder aanvoering van het doortastende en gevreesde *hedge fund* Elliott Management Corporation (hierna: Elliott). Zij wensten onder meer een algemene vergadering te beleggen (BAVA) met het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen (RvC) (hierna: de Voorzitter) op de agenda. Toen het bestuur en de RvC van AkzoNobel dat weigerden, stapte Elliott tot tweemaal toe naar de rechter.

Eerst stapte Elliott naar de Ondernemingskamer.[1] Die ontweek echter de vraag of Elliott recht had op de gewenste BAVA door te wijzen op de mogelijkheid om op de voet van artikel 2:110 van het Burgerlijk Wetboek (BW) de voorzieningenrechter te verzoeken om een machtiging om zelf de BAVA bijeen te roepen ('machtigingsverzoek'). De voorzieningenrechter kwam vervolgens tot het oordeel dat de gewenste BAVA prematuur was. In beide beslissingen bleven prangende vragen over het agenderingsrecht van aandeelhouders onbeantwoord. In WPNR schreef ik daar reeds over met betrekking tot de beschikking van de Ondernemingskamer.[2] In deze bijdrage gaat het over de beschikking van de voorzieningenrechter (hierna: de Beschikking).[3]

2 Europeesrechtelijke aspecten

2.1 Twee benaderingen

Het was niet voor het eerst dat de rechter moest oordelen over een poging[4] van een aandeelhouder om een punt op de agenda te krijgen van de algemene vergadering van een (*blue chip*-)beursvennootschap.[5] In de commentaren naar aanleiding daarvan staan twee benaderingen van het positieve recht[6] tegenover elkaar.

De traditionele of nationale benadering is sceptisch over zeggenschap van aandeelhouders over de agenda van hun eigen vergadering, vooral als zij de status quo willen opschudden. De aanhangers van deze benadering menen dat het gebruik van het agenderingsrecht streng kan worden getoetst door de rechter. Volgens deze benadering kan een agenderingsverzoek worden afgewezen op basis van een belangenafweging, waarbij het belang van de continuïteit van de onderneming zwaarder weegt dan de wens van aandeelhouders om het roer om te gooien.

Een goed voorbeeld van deze opvatting wordt geventileerd door Kemperink in Het Financieele Dagblad van 7 juli 2017. Hij meent dat het ontslag van de Voorzitter zulke vergaande consequenties heeft dat een stemming hierover alleen toegelaten zou moeten worden in geval van zwaarwichtige redenen. Hij vindt het niet voldoende dat Elliott niet tevreden was met de manier waarop AkzoNobel het overnamebod van PPG van EUR 29 miljard had afgewimpeld. De aanhangers van deze benadering lijken tot uitgangspunt te nemen dat aandeelhouders geen agenderingsrecht hebben, althans niet als het gaat om besluiten die een wezenlijke verandering teweeg kunnen brengen, behoudens bijzondere omstandigheden zoals fraude.

In deze traditionele of nationale benadering galmt de Stork-beschikking van 17 januari 2007 na. Daarin blokkeerde de Ondernemingskamer de pogingen van twee *hedge funds* om Stork te dwingen haar strategie te veranderen door het ontslag van de gehele RvC[7] op de agenda te zetten. Reden hiervoor was dat de toenmalige strategie succesvol werd geacht en het door de *hedge funds* gepresenteerde alternatief onvoldoende duidelijk was.

Tegenover deze benadering staat de moderne of Europese benadering.[8] Centraal in die benadering staat de EU-richtlijn[9] betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (hierna: Richtlijn), die kort na de Stork-beschikking van kracht werd. Het huidige wettelijke regime wijkt sindsdien wezenlijk af van het regime dat de Ondernemingskamer in de Stork-beschikking hanteerde.

Artikel 6 Richtlijn verplicht Nederland ervoor te zorgen dat aandeelhouders het recht hebben om (1) punten op de agenda van de algemene vergadering te plaatsen, en (2) met betrekking

tot de geagendeerde onderwerpen ontwerp-resoluties in te dienen. De tekst van artikel 6 geeft geen ruimte om deze rechten op basis van een belangenafweging in te perken. Het EU-recht staat het daarom niet toe dat Nederland zelf aanvullende eisen formuleert voor het gebruik van het agenderingsrecht.[10]

Om deze reden is ook de voorheen bestaande mogelijkheid om een agenderingsverzoek af te wijzen vanwege 'een zwaarwichtig belang' van de onderneming verwijderd uit artikel 2:114a BW, toen de Richtlijn werd geïmplementeerd.[11] De parlementaire toelichting vermeldt dat een agenderingsverzoek alleen kan worden afgewezen als sprake is van 'overduidelijk' misbruik van het recht, bijvoorbeeld in geval van strijd met de redelijkheid en billijkheid.[12]

Deze opmerkingen van de minister moeten worden begrepen als een verwijzing naar de zeer strenge jurisprudentie van Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna samen met zijn rechtsvoorgangers: HvJ EU) inzake misbruik van recht, en niet als een verwijzing naar de ruimere – maar toch ook al strenge – Nederlandse pendant van dergelijke uitzonderingsmogelijkheden. De Nederlandse rechter dient er namelijk van uit te gaan dat de wetgever met een nationale uitvoeringsregeling de bedoeling heeft gehad ten volle uitvoering te geven aan de uit de richtlijn voortvloeiende verplichtingen.[13] Uitlatingen in de wetsgeschiedenis die niet stroken met de desbetreffende richtlijn moeten daarom worden genegeerd.[14]

Naar EU-recht vereist misbruik van recht dat uit een geheel van objectieve omstandigheden blijkt (1) dat in weerwil van de formele naleving van de door de EU-regeling opgelegde voorwaarden het door de regeling beoogde doel niet werd bereikt, en (2) het wezenlijke doel van de betrokken handelingen er enkel in bestaat om een wederrechtelijk voordeel te verkrijgen.[15] In geval van dergelijk misbruik mag tevens een op grond van een richtlijn ingevoerde bepaling terzijde worden gesteld op grond van een nationale bepaling, zoals artikel 2:8 lid 2 BW.[16] In dat kader mag de nationale rechter voorts de strekking van de desbetreffende EU-bepaling niet wijzigen en moet hij voorkomen dat de doelstellingen van de betrokken bepaling in het gedrang komen.[17] Dat laat weinig tot geen ruimte voor afwijking van artikel 6 Richtlijn. In de preambule van de Richtlijn staat immers dat 'aandeelhouders, die stemrecht hebben dat stemrecht moeten kunnen uitoefenen, aangezien die stemrechten tot uiting komen in de prijs die bij de verkrijging van de aandelen moet worden betaald', en dat 'effectieve zeggenschap van de aandeelhouders bovendien een eerste vereiste is voor een goede corporate governance en om deze reden dient te worden vergemakkelijkt en aangemoedigd'.[18] Europese lidstaten moeten er daarom voor zorgen dat aandeelhouders effectief het recht hebben om een punt te plaatsen op de agenda van hun vergadering.[19] Daarvan is geen sprake als het agenderingsrecht afhankelijk wordt gemaakt van een belangenafweging, zo blijkt duidelijk uit de Nederlandse rechtspraak, waarin

agenderingspogingen door aandeelhouders zonder uitzondering falen.[20]

In deze Europese benadering is er – anders dan aanhangers van de traditionele benadering voorstaan – dus bijna geen ruimte voor een beoordeling of afwijzing van het verzoek van aandeelhouders om een punt op de agenda te plaatsen.

De Leeuw[21] meent dat het Europese recht en artikel 6 Richtlijn genoeg ruimte laten voor corrigerende werking van de redelijkheid en billijkheid om voort te gaan met de traditionele benadering, maar ziet daarbij voorbij aan de hiervoor aangehaalde rechtspraak van het HvJ EU. De wens lijkt bij De Leeuw de vader van de gedachte, nu zij naar aanleiding van de Europese benadering met afgrijzen[22] opmerkt dat deze ertoe leidt dat het agenderingsrecht het Nederlandse systeem van corporate governance, zoals dat zich door de jaren heen heeft ontwikkeld op basis van jurisprudentie, opzijzet ten faveure van de aandeelhouder. De aandeelhouder zou dan kunnen afdwingen dat er gestemd wordt over alle denkbare onderwerpen die binnen de strategie van het bestuur vallen, zonder dat er enige correctie op basis van artikel 2:8 BW mogelijk is. Aldus ziet zij over het hoofd dat stemmingen over onderwerpen die behoren tot de bevoegdheden van het bestuur veelal – afhankelijk van de inrichting van de statuten[23] – niet bindend zijn voor het bestuur.[24] De mogelijkheid om de strategie te beïnvloeden zit hem met name in de ontslagbevoegdheid,[25] maar die heeft de Hoge Raad niet aan banden gelegd in zijn rechtspraak.

Niettemin is de verbazing van De Leeuw op dit punt wel te begrijpen.[26] Gezien de uitspraken van minister Kamp,[27] dat bedrijven als AkzoNobel bescherming moeten kunnen inroepen tegen (druk van aandeelhouders met betrekking tot) openbare biedingen, is lastig te begrijpen waarom Nederland instemde met de oorspronkelijke Richtlijn en de herziene versie daarvan.[28] Die herziening vond overigens mede plaats onder voorzitterschap van Nederland, maar leidde niet tot wijzigingen met betrekking tot het agenderingsrecht. Aldus bewijst de regering geen dienst aan de consistentie van ons vennootschapsrecht.[29]

2.2 Staatsaansprakelijkheid

In het geval de voorzieningenrechter met betrekking tot het verzoek van Elliott twijfelde tussen de nationale en Europese benadering, zal minister Kamp wellicht hopen dat de voorzieningenrechter voor de nationale benadering kiest. Zijn collega van Financiën ziet waarschijnlijk liever dat de voorzieningenrechter geen risico neemt met betrekking tot de rechten die de Richtlijn toekent.

De voorzieningenrechter is in dezen namelijk de hoogste rechter – ‘tegen de beschikking van de voorzieningenrechter is generlei voorziening toegelaten, behoudens cassatie in het belang der wet’, aldus artikel 2:111 lid 3 BW[30] – en dan geldt dat de Staat aansprakelijk kan zijn[31]

als de rechter het Europese recht niet goed toepast.[32] Daarvoor is vereist dat (1) artikel 6 Richtlijn ertoe strekt om rechten aan aandeelhouders toe te kennen, (2) het gaat om een voldoende gekwalificeerde schending van dat artikel 6, en (3) er een rechtstreeks causaal verband bestaat tussen deze schending en schade.[33]

Om te bepalen of de schending ‘voldoende gekwalificeerd’ is in voormelde zin moet de nationale rechter rekening houden met alle kenmerkende aspecten van de casus, waaronder de mate van duidelijkheid en nauwkeurigheid van artikel 6 Richtlijn, de omvang van de beoordelingsmarge die artikel 6 Richtlijn de nationale autoriteiten laat, de vraag of al dan niet opzettelijk een schending is begaan of schade is veroorzaakt, de vraag of een eventuele onjuiste rechtsopvatting al dan niet verschoonbaar is, de vraag of de handelwijze van een instelling van de Unie heeft kunnen bijdragen tot de vaststelling of de instandhouding van met artikel 6 Richtlijn strijdige uitspraak, alsook het feit dat de betrokken rechter een eventuele verplichting heeft verzuimd om een prejudiciële vraag te stellen.[34] Dat laatste aspect is mogelijk problematisch bij een verzoek om een machtiging op de voet van artikel 2:110 BW.

2.3 Prejudiciële vragen

Hiervoor kwam reeds ter sprake dat geen beroep mogelijk is tegen de beslissing omtrent een machtigingsverzoek. In een dergelijk geval bestaat een plicht tot het stellen van prejudiciële vragen als er een rechtsvraag over artikel 6 Richtlijn voorligt.

Uitzonderingen op die plicht zijn dat het duidelijk is hoe artikel 6 Richtlijn moet worden uitgelegd (*acte clair*), of dat het HvJ EU de desbetreffende vraag reeds heeft beantwoord (*acte éclairé*).[35] Tevens hoeft geen prejudiciële vraag te worden gesteld in een kort geding, mits partijen een geding te gronde kunnen entameren waarin alle in kort geding voorlopig besliste vragen van gemeenschapsrecht opnieuw kunnen worden onderzocht, de bodemrechter niet is gebonden aan het oordeel van de voorzieningenrechter en in de bodemprocedure prejudiciële vragen kunnen worden gesteld.[36]

Het is echter de vraag of de procedure op de voet van artikel 2:110 BW aan dit criterium voldoet, omdat de wet letterlijk bepaalt dat ‘generlei voorziening is toegelaten’ tegen de beschikking van de voorzieningenrechter. Het zou dus zomaar kunnen dat de voorzieningenrechter verplicht is om een prejudiciële vraag te stellen.[37] Evenwel bestaan er diverse prejudiciële spoedprocedures.[38] Als het HvJ EU niet kan worden overtuigd om de zaak een versnelde behandeling te geven, duurt het waarschijnlijk meer dan een jaar voor de prejudiciële vraag is beantwoord. Door dat tijdsverloop kan het machtigingsverzoek zijn relevantie verliezen, bijvoorbeeld door de jaarlijkse algemene vergadering. In het onderhavige geval had de Voorzitter aangekondigd om begin 2018 te zullen aftreden.

Het stellen van prejudiciële vragen is echter niet nodig met betrekking tot de vraag in hoeverre een uit een richtlijn afkomstig recht aan banden kan worden gelegd door nationale bepalingen als de redelijkheid en billijkheid (*acte éclairé*). Daarnaast lijkt het gezien de tekst van artikel 6 Richtlijn in combinatie met de stappen die de wetgever heeft genomen om deze te implementeren evident dat het niet-richtlijnconform is om een agenderingsverzoek te weigeren met het oog op een zwaarwegend belang van de vennootschap (*acte clair*). Het toewijzen van een agenderingsverzoek kan daarom zonder het stellen van prejudiciële vragen. Als de voorzieningenrechter echter met De Leeuw zou menen dat het EU-recht wel ruimte laat om een agenderingsverzoek (vol) te toetsen aan artikel 2:8 lid 2 BW, is geen sprake van een *acte clair* of een *acte éclairé*, zodat het stellen van prejudiciële vragen wel is geïndiceerd.

3 De Beschikking

Van het bovenstaande komt niets terug in de Beschikking. De reden daarvoor is dat de Richtlijn geen recht geeft op het bijeenroepen van een BAVA. In het kader van een machtigingsverzoek geldt artikel 6 Richtlijn met betrekking tot de agenda,[39] maar als de voorzieningenrechter zich afvraagt of het desbetreffende agendapunt kan wachten tot de volgende reguliere algemene vergadering, dan vindt hij daarop in de Richtlijn geen antwoord. Dat laat onverlet dat het Nederlandse NV-recht bepaalt dat een machtigingsverzoek moet worden toegewezen als verzoeker voldoende aandelen houdt en een redelijk belang heeft.

Aanvankelijk leek niet voor redelijke discussie vatbaar dat er een redelijk belang bestond bij het machtigingsverzoek. Vertrouwen tussen aandeelhouders(vergadering) en commissarissen is essentieel,[40] terwijl duidelijk was dat (minstens) een aanzienlijk deel van de aandeelhouders ernstige kritiek had op de Voorzitter. Het feit dat AkzoNobel wilde dat de Voorzitter aanbleef en het niet durfde te laten aankomen op een stemming spreekt ook boekdelen, omdat zij gezien haar uitvoerige contacten met aandeelhouders goed op de hoogte was van hoe (on)tevreden haar aandeelhouders waren.[41]

Dat is niet een kwestie die kan wachten tot volgend jaar. Maar aan de zijde van AkzoNobel was daarop iets bedacht. Er werd een BAVA belegd waarin onder meer de Voorzitter verantwoording zou afleggen, maar waarbij het gewenste ontslagbesluit op de agenda ontbrak. De voorzieningenrechter oordeelde dat de redelijkheid en billijkheid meebrengt dat eerst die BAVA dient te worden afgewacht, alvorens een BAVA aan de orde kan zijn waarin het ontslag van de Voorzitter staat geagendeerd. AkzoNobel en al haar *stakeholders* hebben groot belang bij een zorgvuldig en doordacht besluitvormingsproces.

Naar het oordeel van de voorzieningenrechter had Elliott niet concreet kenbaar gemaakt welk relevant belang zij heeft bij het nu al laten vastleggen van (de datum van) een nieuwe

BAVA.[42] Ik meen echter dat dit belang evident was. Bij het afleggen van verantwoording hoort de mogelijkheid voor de partijen waaraan verantwoording wordt afgelegd om zich uit te laten over of zij genoeg nemen met de gegeven tekst en uitleg, of dat zij daarin juist aanleiding zien tot ontslag.

4 Tot slot

Uit het bovenstaande blijkt dat er mijns inziens aanvankelijk weinig tot geen ruimte bestond om het machtigingsverzoek van Elliott af te wijzen, maar dat AkzoNobel met een slimme truc het kleine gaatje dat het EU- en nationale recht bieden, heeft weten te benutten. Dat is knap, maar was het ook in haar eigen belang?

Inmiddels moesten de twee enige bestuurders van AkzoNobel aftreden vanwege gezondheidsredenen.[43] Het gehele bestuur moest dus op stel en sprong worden vervangen en functioneerde enige tijd niet op volle kracht in een voor de vennootschap roerige periode. Dat is niet in het belang van de vennootschap. Om die reden en omdat het een publiek feit is dat de CEO van AkzoNobel eerder overspannen was, is het gerechtvaardigd om de – schrijnende en wellicht weinig chique – vraag te stellen of het maandenlang voeren van een strijd met (onder meer) Elliott een negatieve bijdrage heeft geleverd aan het ontstaan van deze situatie, en of het niet anders en beter was afgelopen als AkzoNobel gelijk na het eerste verzoek van Elliott de gewenste BAVA bijeen had geroepen. Als de Voorzitter de aandeelhouders ervan had kunnen overtuigen dat hij mocht aanblijven, dan was AkzoNobel sterker uit de strijd gekomen. Als hij ontslagen was, dan zou AkzoNobel mogelijk enige last hebben gehad van het enigszins ongeorganiseerd vervangen van een belangrijke functionaris. Daar staat dan tegenover dat het ook niet de bedoeling kan zijn dat de Voorzitter kan aanblijven zonder het vertrouwen van de aandeelhouders(vergadering).

En bij beide uitkomsten had AkzoNobel de strijd achter zich kunnen laten en zich weer kunnen concentreren op de *business*. AkzoNobel moest een winstwaarschuwing afgeven,[44] na een periode waarin haar bedrijfsleiding veel met andere zaken bezig was.[45]

Noten

[*] Deze bijdrage is een bewerking van een blog op de website van bureau Brandeis. De auteur dankt Marije Hazenberg voor haar hulp bij het bewerken van die blog.

[1] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261 m.nt. Bulten, JIN 2017/116 m.nt. Wolf, AA 2017/713 m.nt. Raaijmakers sr. Zie ook F.G.K. Overkleeft, AkzoNobel, PPG en de Ondernemingskamer, MvO 2017, afl. 5-6, p. 135-140.

[2] F.M. Peters & F. Eikelboom, De strijd over het agenderingsrecht tussen Elliott en Akzo, WPNR 2017/7156.

[3] Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845, JOR 2017/260 m.nt. Nowak.

[4] In een deel van deze gevallen ging het om pogingen om een algemene vergadering met een bepaald agendapunt bijeen te roepen (convocatierecht) en in een ander deel om het recht om een punt op de agenda te plaatsen van een door het bestuur bijeengeroepen algemene vergadering (agenderingsrecht). Voor deze bijdrage is het niet nodig om daartussen een strikt onderscheid te maken, omdat het agenderingsrecht onderdeel is van het convocatierecht. Zie par. 3.

[5] Zie bijv. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 m.nt. Blanco Fernández (Stork), Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, JOR 2013/272 m.nt. Josephus Jitta (Cryo-Save Group) en Hof Den Haag 31 mei 2016, JOR 2016/181 m.nt. Nowak (Boskalis/Fugro).

[6] Achter de verschillen in benadering gaan ook rechtspolitieke keuzes schuil. In de ene benadering heeft de Nederlandse rechter ruimte voor het maken van deze rechtspolitieke keuze. In de andere benadering is die keus reeds voor de Nederlandse rechter gemaakt door de Europese wetgever.

[7] De *hedge funds* konden niet anders dan aansturen op het ontslag van de gehele RvC in verband met het op structuurvennootschap Stork toepasselijke art. 2:161a BW. AkzoNobel is geen structuurvennootschap.

[8] Zie bijv. Peters & Eikelboom 2017 en J.H.M. Willems, Mogen aandeelhouders strategische onderwerpen agenderen?, *Ondernemingsrecht* 2017/116.

[9] Richtlijn 2007/36/EG.

[10] HvJ EU 24 januari 2012, ECLI:EU:C:2012:33 (Dominguez), r.o. 17 en 18. Zie ook HvJ EU 3 september 2009, NJ 2009/559 m.nt. Mok (Messner).

[11] Kamerstukken II 2008/09, 31746, 3, p. 8 en 9.

[12] Kamerstukken II 2009/10, 31058, 22, p. 21 en Kamerstukken II 2008/09, 31746, 7, p. 5.

[13] Asser/Hartkamp 3-I 2015/182, onder c.

[14] HvJ EU 29 april 2004, C-371/02 (Björnekulla), punt 13.

[15] HvJ EU 13 maart 2014, C-155/13 (SICES e.a.).

[16] HvJ EU 12 mei 1998, NJ 1999/239 (Kefalas): '20 Volgens de rechtspraak van het Hof kunnen de justitiabelen in geval van misbruik of bedrog geen beroep op het gemeenschapsrecht doen (...) 21 Bijgevolg kan het niet in strijd met de communautaire rechtsorde worden geacht, dat de nationale rechterlijke instanties een nationale regel toepassen zoals artikel 281 van het Griekse burgerlijk wetboek, om te beoordelen of van een uit een gemeenschapsbepaling voortvloeiend recht misbruik wordt gemaakt.' Zie ook W. Sniijders, Good faith as a Dutch and a European concept, in: A.S. Hartkamp e.a. (red.), The influence of EU law on national private law (Serie Onderneming en Recht, deel 81-I), Deventer: Kluwer 2014: 'Those cases confirm in fact that the court is very reluctant in letting national norms like good faith or reasonableness and fairness interfere with the effect of European law. These norms may be applied by the national courts, but only as far as they can be said to coincide with a general principle of European law, leading to an identical result. Consequently the scope of this kind of national rules is in reality determined by the more restrictive general principles that are developed in European case law like abuse of right and fraud.'

[17] HvJ EU 12 mei 1998, NJ 1999/239 (Kefalas).

[18] Preambule onder (3).

[19] Preambule onder (3) en (7).

[20] Zie noot 1, 3 en 5.

[21] D.M.H. de Leeuw, Bescherming van stakeholders en de grenzen van het agenderingsrecht, Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming 2015/3.

[22] In gelijke zin: F.G.K. Overkleeft, Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning, Ondernemingsrecht 2009/167, par. 4.

[23] Op grond van art. 2:129 lid 1 en 4 BW kan in de statuten worden bepaald dat de algemene vergadering over de strategie gaat.

[24] Zie hierover uitgebreid F.M. Peters & F. Eikelboom, De strijd over het agenderingsrecht tussen Boskalis en Fugro, WPNR 2015/7061, par. 3.2.

[25] Zie HR 21 december 2001, NJ 2005/96, JOR 2002/38 m.nt. Faber (SOBI/Hurks) en Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2010, JOR 2010/61 m.nt. De Bres (AHAM).

[26] Zie ook Overkleeft 2009.

[27] Zie bijv. het FD van 20 mei 2017, ‘Ze moeten zelf beslissen wat ze in die bedenktijd doen’. Zie in dit kader ook het FD van 21 juni 2017, ‘Kamp voerde innig overleg met Akzo om PPG te weren’.

[28] Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft.

[29] Zie hierover ook J.W. Winter, De staat van ons vennootschapsrecht, Ondernemingsrecht 2011/98, par. 3 en 4 en Peters & Eikelboom 2017, in fine.

[30] Cassatie in het belang der wet heeft geen rechtsgevolgen voor partijen en kan niet door partijen worden ingesteld, zie art. 78 lid 6 Wet RO.

[31] Dit kan een reden zijn om de Staat als belanghebbende op te roepen in een procedure op de voet van art. 2:110 BW met betrekking tot een beursvennootschap. Vgl. Hof Den Haag 30 maart 2010, ECLI:NL:GHSGR:2010:BL8979: ‘In dit verband betoogt de Staat terecht dat hij er een redelijk belang bij heeft dat de Nederlandse rechter geen vonnissen wijst die conflicteren met (...) verdragen waarbij Nederland partij is (...), omdat in zo’n geval de Staat, aan wie dergelijke rechterlijke uitspraken internationaalrechtelijk moeten worden toegerekend, zijn verplichtingen die voor hem uit die verdragen voortvloeien zou schenden. De Staat heeft er dan ook een redelijk belang bij om voor de rechter, bij wie het geding (...) aanhangig is, zijn standpunt uiteen te zetten en te verdedigen.’ Een andere optie is het horen van het Openbaar Ministerie (art. 44 lid 1 Rv).

[32] Zie HvJ EU 28 juli 2016, ECLI:EU:C:2016:602 (Tomášová), met verdere verwijzingen, waaronder HvJ EU 30 september 2003, ECLI:EU:C:2003:513 (Köbler).

[33] Idem. Ik laat nu in het midden hoe deze schade moet worden berekend.

[34] Idem.

[35] HvJ EU 6 oktober 1982, NJ 1983/55 en HvJ EU 27 mei 1983, NJ 1983/561. Zie hierover ook Asser Procesrecht/Korthals Altes & Groen 7 2015/39.

[36] HvJ EU 27 oktober 1982, NJ 1983/350. Zie ook Asser Procesrecht/Korthals Altes & Groen 7 2015/39.

[37] Het lijkt me nuttig om op dit vlak een wetswijziging te overwegen. Als de ratio van art. 2:111 lid 3 BW is dat het onwenselijk is dat een machtiging tot bijeenroeping van een BAVA achteraf met terugwerkende kracht vervalft, kan dat als zodanig in de wet geregeld worden. Vgl.

art. 1:384, 2:341a, 2:343b, 2:359 lid 2 en 3:53 lid 2 BW jo. art. 3:59 BW en art. 13 Fw.

[38] De prejudiciële spoedprocedure, berechting bij voorrang, versnelde procedure, vereenvoudigde procedure en de mogelijkheid om zonder conclusie van de advocaat-generaal uitspraak te doen. Ik laat deze mogelijkheden hier onbesproken.

[39] Zie het einde van art. 6 lid 1 Richtlijn.

[40] Vgl. H.J.M.N. Honée, Het ontslag van de bestuurder in wetshistorisch perspectief, De NV 1999, afl. 12, p. 280, HR 26 oktober 1984, NJ 1985/375 m.nt. Maeijer (Sjardin/Sjartec) en Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2010, JOR 2010/61 m.nt. De Bres (AHAM). Vgl. de Beschikking, r.o. 4.7.

[41] Zie bijv. het persbericht van AkzoNobel van 25 juli 2017 ('AkzoNobel convenes EGM and actions to improve shareholder relations'): 'This has included feedback from 285 meetings and calls with over 200 investors that have been held in the past six months and a shareholder survey conducted in June of investors holding more than 42% of the total shareholding.' CEO Buchner stelde in het FD van 26 juni 2017 ('We konden de chemietak niet eerder verkopen'): 'Sinds 1 juni ben ik bij 50 à 70 aandeelhouders langs geweest.'

[42] Om o.m. proces technische redenen was het niet mogelijk om de voorzieningenrechter te laten bepalen dat het ontslagbesluit werd geagendeerd door de door AkzoNobel geplande BAVA. Er kunnen ook inhoudelijke redenen zijn voor twee BAVA's. De uitslag van de stemming staat veelal al voor de BAVA vast. Bijv. omdat (grote institutionele) beleggers stemmen op basis van vooraf afgegeven stemadviezen van partijen als ISS en Glass Lewis en/of omdat zij het er vooraf toe leiden dat hun stem op een bepaalde manier wordt uitgebracht. Dat kan betekenen dat de uitslag van de stemming al min of meer vaststaat voor de Voorzitter tijdens de BAVA de kans heeft om verantwoording af te leggen. Dat probleem speelt niet als sprake is van twee separate opeenvolgende BAVA's. Uit noot 41 blijkt echter dat AkzoNobel ook buiten vergadering veelvuldig contact zocht met aandeelhouders om de stemming te beïnvloeden. Vgl. Hof Amsterdam (OK) 14 maart 2016, JOR 2017/89 (Delta Lloyd). In die zaak stuurden verzoekers aan op het splitsen van de agenda van de algemene vergadering in een informatieve algemene vergadering en pas later een vergadering met stemming. Zij vonden de informatieverstrekking voorafgaand aan de vergadering dusdanig gebrekkig dat er nog geen stemming kon plaatsvinden. De Ondernemingskamer oordeelde anders.

[43] Zie het FD van 8 september 2017, 'Valse start voor AkzoNobel'. Terzijde merk ik op dat dit leidt tot de vraag of het door AkzoNobel gehanteerde bestuursmodel, waarbij de bedrijfsleiding in handen is van een *executive committee* bestaande uit twee bestuurders en

voor het overige uit werknemers, wel voldoende robuust is.

[44] Zie het FD van 8 september 2017, 'Valse start voor AkzoNobel'.

[45] Zie noot 41.

Reactie: convocatierecht en agenderingsrecht – een rechtspolitieke wens als vader van Eikelbooms gedachten

F.G.K. Overkleeft

De auteur geeft een reactie op het eveneens in dit nummer gepubliceerde artikel van Eikelboom over het convocatierecht (art. 2:110/111 BW) en het agenderingsrecht (art. 2:114a BW) van aandeelhouders in beursvennootschappen. De auteur laat zien dat Eikelboom in zijn beschouwing de verschillen in het toepasselijk juridisch kader voor deze onderscheidenlijke rechten miskent en dat Eikelboom voorts in dit verband een te brede uitleg aan artikel 6 van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten uit 2007 geeft.

1 Inleiding

Floor Eikelboom heeft aan de hand van de AkzoNobel-casus een prikkelend artikel geschreven over het convocatierecht (art. 2:110/111 van het Burgerlijk Wetboek (BW)) en het agenderingsrecht (art. 2:114a BW) van aandeelhouders in beursvennootschappen.[1] Ik ben het op wezenlijke punten niet met hem eens. Dat is wat mij betreft niet erg. Eikelboom trekt interessante dwarsverbanden door de materie en hij vraagt op onderbouwde wijze aandacht voor de Europeesrechtelijke dimensie van de gerezen vragen. In zoverre doet het mij deugd om juist met hem de discussie over deze onderwerpen aan te kunnen gaan.

2 Convocatierecht versus agenderingsrecht: twee verschillende dingen

Eerst iets over het onderscheid tussen het recht voor aandeelhouders om een bijzondere algemene vergadering van aandeelhouders (BAVA) bijeen te (doen) roepen enerzijds en het recht van aandeelhouders om agendapunten aan te dragen voor behandeling tijdens een door de vennootschapsleiding (bestuur en raad van commissarissen) bijeen te roepen algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) anderzijds. Het eerste recht, ook wel aangeduid als het convocatierecht, is voor (beurs-)NV's geregeld in de artikelen 2:110 en 2:111 BW. Op grond van deze artikelen kunnen één of meer aandeelhouders die gezamenlijk ten minste 10% van het geplaatste kapitaal verschaffen de vennootschapsleiding verzoeken een BAVA uit te schrijven, waarbij de verzoekende aandeelhouders tevens een opgave van de te behandelen agendapunten moeten doen. Indien de vennootschapsleiding niet tijdig tot bijeenroeping van de verzochte BAVA overgaat, kunnen de verzoekende aandeelhouders de

voorzieningenrechter vragen hen te machtigen om zelf de verzochte BAVA uit te schrijven.[2] Het tweede recht, aangeduid als het agenderingsrecht, is geregeld in artikel 2:114a BW. Deze regeling geeft één of meer aandeelhouders die gezamenlijk ten minste 3% van het kapitaal vertegenwoordigen het recht om aanvullende agendapunten aan te dragen voor behandeling tijdens een door de vennootschapsleiding uit te schrijven algemene vergadering. Deze verzoeken kunnen betrekking hebben op de jaarlijkse AVA of op tussentijdse BAVA's die op initiatief van de vennootschapsleiding worden uitgeschreven. Hiermee is meteen het belangrijkste verschil tussen het convocatierecht enerzijds en het agenderingsrecht anderzijds gegeven. Bij het convocatierecht trekken de verzoekende aandeelhouders het initiatief naar zich toe om te bewerkstelligen dat een BAVA wordt gehouden, bij het agenderingsrecht blijft dit initiatief bij de vennootschapsleiding.

Eikelboom maakt in zijn bijdrage geen strikt onderscheid tussen deze twee rechten. Zijn benadering is om het convocatierecht en het agenderingsrecht gezamenlijk te presenteren als een mechanisme voor aandeelhouders om 'een punt op de agenda te krijgen van de algemene vergadering van een (...) beursvennootschap'.[3] In noot 4 stelt Eikelboom dat het agenderingsrecht onderdeel is van het convocatierecht, een stelling die hij verder niet uitwerkt. Tegen deze achtergrond wekt Eikelboom de suggestie dat de Ondernemingskamer in haar beschikking van 29 mei 2017[4] de vraag of Elliott recht had op de door haar gewenste BAVA ten onrechte had 'ontweken' door te wijzen op het feit dat Elliott voor de bijeenroeping van de BAVA de route van artikel 2:110/111 BW had kunnen bewandelen, en dat de Ondernemingskamer niet zou treden in de vraag of een dergelijk machtigingsverzoek aan de voorzieningenrechter toewijsbaar zou zijn.[5] Ook Eikelbooms stelling dat AkzoNobel zich van een 'slimme truc' heeft bediend door zelf tot bijeenroeping van een BAVA over te gaan,[6] moet tegen deze achtergrond worden gezien.

Volgens mij is Eikelbooms stelling dat het agenderingsrecht onderdeel is van het convocatierecht onjuist. Beide rechten kennen een eigen wettelijke regeling en voor gebruikmaking van deze rechten geldt een verschillend toetsingskader. Eikelbooms benadering om beide rechten op één hoop te gooien is daarmee niet verenigbaar met het positieve recht. De gedachte van Eikelboom om het convocatierecht en het agenderingsrecht in elkaar te schuiven lijkt te zijn ingegeven door een kennelijke wens om het rigide kader van artikel 6 van de Richtlijn aandeelhoudersrechten uit 2007[7] zich naast het agenderingsrecht ook tot het convocatierecht te laten uitstrekken. Wat Eikelboom lijkt voor te staan is dat de rechter in het geval van AkzoNobel – in dit geval dus zowel de Ondernemingskamer als de voorzieningenrechter – het BAVA-verzoek van Elliott had moeten beoordelen als ware het een agenderingsverzoek, in welk geval artikel 2:114a BW in combinatie met artikel 6 van de Richtlijn aandeelhoudersrechten volgens hem weinig tot geen ruimte zou hebben gelaten om

het verzoek van Elliott af te wijzen. Dat mag een rechtspolitieke wens zijn, namelijk het vergroten van de speelruimte voor (activistische) aandeelhouders binnen beursvennootschappen, maar de werkelijke juridische situatie is een andere.

3 De uitspraken van de Ondernemingskamer en de voorzieningenrechter nader bezien vanuit het convocatierecht

Dat de Ondernemingskamer in haar AkzoNobel-beschikking niet trad in de beoordeling van de vraag of een machtigingsverzoek van Elliott op grond van artikel 2:110/111 BW toewijsbaar zou zijn, lijkt me juist. De in artikel 2:111 BW voorziene procedure betreft immers een eigen rechtsingang. Elliott heeft er zelf voor gekozen om aanvankelijk niet het pad van artikel 2:111 BW te bewandelen, maar om de Ondernemingskamer te verzoeken bepaalde onmiddellijke voorzieningen te treffen, die in praktische zin tot bijeenroeping van de gewenste BAVA hadden moeten leiden. Voor de vraag of een verzoek tot onmiddellijke voorzieningen moet worden toegewezen, geldt de wettelijke toets van artikel 2:349a BW.[8] Omdat de Ondernemingskamer niet voorshands was gebleken dat er gegronde redenen waren om aan een juist beleid of aan een juiste gang van zaken te twijfelen (art. 2:349a lid 3 BW), wees zij de gevraagde onmiddellijke voorzieningen af.

Wel heeft de Ondernemingskamer getoetst in hoeverre de weigering van de vennootschapsleiding van AkzoNobel om tot uitschrijving van de gevraagde BAVA over te gaan, blijk gaf van dergelijke gegronde redenen, maar deze toets viel uiteindelijk negatief uit.[9] Ook dit oordeel kan ik volgen. Op grond van artikel 2:110/111 BW is de vennootschapsleiding immers niet verplicht om tot bijeenroeping van een gevraagde BAVA over te gaan, en de statuten van AkzoNobel bevatten kennelijk geen andersluidende regeling op dit punt. De vennootschapsleiding van AkzoNobel was dus niet gehouden om het verzoek van Elliott in te willigen. De beslissing om dit niet te doen leverde naar het oordeel van de Ondernemingskamer geen gegronde redenen op om aan een juist beleid of een juiste gang van zaken te twijfelen.[10]

Bij de beschikking van de voorzieningenrechter in de Rechtbank Amsterdam op het machtigingsverzoek van Elliott[11] van 10 augustus 2017[12] speelt iets soortgelijks. De voorzieningenrechter heeft het verzoek van Elliott beoordeeld in de sleutel van artikel 2:110/111 BW. Daarbij heeft de voorzieningenrechter het te stellen 'redelijk belang' van Elliott getoetst op een wijze die verder gaat dan de 'summierlijke toets' die Elliott als beslismaatstaf had opgevoerd.[13] Hierbij heeft de voorzieningenrechter niet alleen gekeken naar de belangen van Elliott bij het houden van de verzochte BAVA en bij het tot stand brengen van de beoogde besluitvorming over het voorstel tot ontslag van Burgmans als voorzitter van de raad van commissarissen, maar ook nadrukkelijk naar de belangen van AkzoNobel.[14]

Hoewel hij dit niet met zoveel woorden schrijft, lijkt Eikelboom moeite te hebben met de 'redelijk belang'-toets die de voorzieningenrechter hier heeft aangelegd. Ook hier steekt artikel 6 van de Richtlijn aandeelhoudersrechten weer de kop op. Eikelboom stelt – zonder dit uit te werken of toe te lichten – dat dit voorschrift ook van toepassing is op de agenda in het kader van een machtigingsverzoek.[15] Eikelboom lijkt hier impliciet een argument aan te ontlenen dat een (volle) toetsing van een redelijk belang bij een convocatieverzoek niet mogelijk is, omdat de Richtlijn aandeelhoudersrechten aan een belangenafweging bij voorgestelde agendapunten in de weg staat. Mogelijk staat hem hierbij een richtlijnconforme interpretatie van de voorschriften van artikel 2:110/111 BW voor ogen.[16]

Ik vraag mij af of dit juist is. De tekst van de Richtlijn aandeelhoudersrechten legt geen verbinding met mechanismen naar nationaal recht waarmee aandeelhouders in staat worden gesteld om in bepaalde omstandigheden zelf tot bijeenroeping van een aandeelhoudersvergadering over te gaan. Het ligt niet zonder meer voor de hand om aan te nemen dat de richtlijn verdergaande verplichtingen behelst dan uit de tekst (in samenhang met de considerans en de totstandkomingsgeschiedenis) blijkt. Bovendien is de aard van het convocatierecht volgens mij een wezenlijk andere dan de aard van het agenderingsrecht. Bij het convocatierecht is het immers de aandeelhouder die het initiatief voor het doen uitschrijven van een BAVA naar zich toe trekt, terwijl dit initiatief bij het agenderingsrecht bij de vennootschapsleiding blijft. De wet schrijft voor dat een aandeelhouder een redelijk belang bij het houden van de verzochte BAVA dient te hebben. Dat daarbij een belangenafweging wordt gemaakt, waarin mede kan worden betrokken wat de verzoekende aandeelhouders met de voorgestelde besluitvorming beogen te bereiken,[17] valt tegen de achtergrond van de 'verschuiving' van het initiatief om een BAVA bijeen te roepen van de vennootschapsleiding naar de verzoekende aandeelhouders goed te begrijpen. In deze omstandigheden ligt een richtlijnconforme interpretatie van het redelijk-belangvereiste van artikel 2:111 BW aan de hand van artikel 6 van de Richtlijn aandeelhoudersrechten niet, althans niet zonder meer, voor de hand.

Daarnaast is het zo dat in de literatuur nog verschillend wordt gedacht over de vraag of het woord 'summierlijk' uit artikel 2:111 BW ook slaat op het vereiste van redelijk belang,[18] en laat de eerdere rechtspraak zien dat voorzieningenrechters wel vaker een meer dan summierlijke toets verrichten.[19] Het is dus geen gegeven dat de voorzieningenrechter een zwaardere toets voor het verzoek van Elliott heeft aangelegd dan is toegestaan onder de toewijzingsvereisten van artikel 2:111 BW.[20]

4 Agenderingsrecht – traditie versus modernisme

Dan toch nog iets over het agenderingsrecht, ondanks het feit dat dit recht zoals gezegd in de

casus van AkzoNobel geen rol speelde. Eikelboom spreekt in zijn bijdrage van een tegenstelling tussen enerzijds een ‘traditionele of nationale’ benadering en anderzijds een ‘moderne of Europese benadering’ met betrekking tot het agenderingsrecht. Met de traditionele school duidt Eikelboom de schrijvers aan die verdedigen dat op basis van de redelijkheid en billijkheid bepaalde beperkingen kunnen worden gesteld aan het gebruik van het agenderingsrecht in de praktijk, iets wat volgens de moderne school (waartoe Eikelboom zichzelf rekent) op grond van Europees recht niet zou zijn toegestaan. De benaming van de traditionele school is wellicht wat gezwollen – deze ‘school’ gaat namelijk terug op een artikel van mijn hand uit 2009.[21] Kennelijk wordt een mens in het ondernemingsrecht snel oud.

Hoe modern is de benadering van Eikelboom eigenlijk? In de kern gaat zijn benadering uit van een zeer strikte lezing van artikel 6 van de Richtlijn aandeelhoudersrechten gecombineerd met afschrikwekkende argumenten over waarom de richtlijntekst ook in Nederland naar de letter moet worden nageleefd. Waar Eikelboom geen aandacht aan besteedt, is het doel dat met de bepaling in artikel 6 van de Richtlijn aandeelhoudersrechten is nagestreefd en de bredere context van de totstandkoming van de Richtlijn aandeelhoudersrechten waartegen dit doel moet worden afgezet.[22] Naar mijn idee stond de Richtlijn aandeelhoudersrechten destijds in het teken van het faciliteren van de participatie van aandeelhouders teneinde de aandeelhoudersvergadering in de praktijk als volwaardig tegengewicht ten opzichte van de vennootschapsleiding in het bestel van corporate governance te kunnen positioneren.[23] Het op Europees niveau bewerkstelligen van een wezenlijke verandering (in formele dan wel in materiële zin) in de bevoegdheidsverdeling tussen de vennootschapsleiding enerzijds en aandeelhouders anderzijds in het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen van de verschillende lidstaten lijkt daarbij niet te zijn beoogd. Hierbij moet tevens worden bedacht dat Nederland weliswaar al in 2004 een eigen regeling voor het agenderingsrecht had ingevoerd,[24] maar dat veel lidstaten ten tijde van de vaststelling van de Richtlijn aandeelhoudersrechten nog niet over een dergelijke regeling in hun ondernemingsrecht beschikten. Als al moet worden aangenomen dat de Richtlijn aandeelhoudersrechten op het punt van het agenderingsrecht wel tot doel had om een wijziging in de bevoegdheidsverdeling aan te brengen, dan was dit doel volgens mij eerder gericht op het faciliteren van de dialoog tussen vennootschapsleiding en aandeelhouders dan op het toekennen van (een vorm van) materiële invloed van aandeelhouders op de strategie en het beleid van de vennootschap.

Eikelboom verwijst in het kader van zijn beschouwingen over de misbruikuitzonderingen in het Europees recht in algemene zin naar ‘het door de regeling beoogde doel’, maar hij gaat niet in op wat in de context van artikel 6 van de Richtlijn aandeelhoudersrechten dat doel dan zou zijn. De passages uit de considerans waar hij naar verwijst,[25] zien niet op het agenderingsrecht, maar op het faciliteren van grensoverschrijdend stemmen.

Grensoverschrijdend stemmen heeft niets te maken met de bevoegdheidsverdeling tussen vennootschapsleiding en aandeelhouders, het agenderingsrecht – althans in de interpretatie van Eikelboom – wel. Immers, in de lezing van Eikelboom moeten aandeelhouders elk onderwerp ter stemming kunnen agenderen zonder dat hierop enige inhoudelijke toetsing kan plaatsvinden, ook wanneer het gaat om een op initiatief van de desbetreffende aandeelhouders zelf bijeen te roepen BAVA.

De kernvraag is dus of met artikel 6 van de Richtlijn aandeelhoudersrechten is beoogd aan de lidstaten een algemeen en onbeperkt agenderingsrecht, zoals door Eikelboom verdedigd, op te leggen. Afgaand op de totstandkomingsgeschiedenis van de richtlijn en de bredere beleidsdoelstellingen die destijds in het kader van het ‘EU Action Plan’ zijn geformuleerd, ben ik er niet van overtuigd dat dit het geval is. Het Gerechtshof Den Haag kwam in 2016 in Fugro ook nog tot het oordeel dat dit niet zo was,[26] waarbij wel geldt dat de Hoge Raad zich nog niet over deze vraag heeft uitgelaten. Eikelboom gaat ten onrechte aan deze onzekerheid voorbij en geeft ook overigens geen argumenten voor de stelling dat een agenderingsrecht in de door hem bedoelde zin wel is beoogd in het kader van de Richtlijn aandeelhoudersrechten.

Evenmin ben ik ervan overtuigd dat artikel 6 van de Richtlijn aandeelhoudersrechten aan aandeelhouders het recht geeft om desverzocht over elk onderwerp te stemmen, dus ook als het een onderwerp betreft dat tot de exclusieve bevoegdheid van een ander orgaan behoort. Ook op dit punt is Eikelboom stellig. Onder verwijzing naar het Dominguez-arrest van het Hof van Justitie van de Europese Unie uit 2012 stelt Eikelboom zonder omhaal dat het niet is toegestaan dat Nederland zelf aanvullende eisen formuleert voor het gebruik van het agenderingsrecht.[27] Eikelboom extrapoleert hiermee een overweging uit een arrest over een Europees minimum aan betaalde vakantiedagen naar het agenderingsrecht zonder zich de vraag te stellen in hoeverre artikel 6 van de Richtlijn aandeelhouders een vergelijkbaar karakter heeft als de desbetreffende voorschriften uit Dominguez. Hoe dan ook, in deze lezing zou het hanteren van een langere termijn voor ‘strategische agenderingsverzoeken’ op grond van de responstijd in de Code (*best practices* 4.1.6 en 4.1.7) of het weigeren van de vennootschapsleiding om bepaalde punten als stempunten in de agenda voor een aandeelhoudersvergadering op te nemen op gespannen voet staan met de Richtlijn aandeelhoudersrechten. Ook hier vraag ik mij af of de relevante bepaling uit de Richtlijn aandeelhoudersrechten, gelet op de beleidsdoelstellingen, de totstandkomingsgeschiedenis en overige bepalingen van de richtlijn, wel zo rigide moet worden uitgelegd.

Het door Eikelboom en ook door Willems[28] gebruikte argument dat aandeelhoudersresoluties over strategische onderwerpen waartoe de AVA niet bevoegd is voor de vennootschapsleiding niet bindend zijn, en er dus geen sprake is van een wijziging in de bevoegdheidsverdeling tussen vennootschapsleiding en aandeelhouders, vind ik een te

gemakkelijke uitvlucht. Deze benadering ziet voorbij aan de feitelijke dynamiek die kan ontstaan rond een strategisch agenderingsverzoek, waarbij de vennootschapsleiding, ook al zijn haar bevoegdheden in juridische zin nog intact, feitelijk met de rug tegen de muur kan komen te staan tegenover een activistische aandeelhouder. De Ondernemingskamer toonde zich in AkzoNobel expliciet bewust van deze dynamiek in haar overwegingen over de vraag of de vennootschapsleiding van AkzoNobel had mogen oordelen dat vrijblijvend overleg met bieder PPG in de gegeven omstandigheden geen reële mogelijkheid was.[29] Een dergelijke realiteitszin lijkt mij ook zeer nuttig in de discussie over het agenderingsrecht. Op dit punt is de zelfbenoemde moderne opvatting van Eikelboom niet echt vooruitstrevend te noemen.

5 Afronding

De discussie over het convocatierecht en het agenderingsrecht is hiermee nog niet klaar. Sterker nog, met het onlangs in het regeerakkoord uitgesproken voornemen van het nieuwe kabinet voor een wettelijke bedenktijd van maximaal 250 dagen in geval van voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging in het vooruitzicht[30] zijn de door Eikelboom aangestipte punten van groot belang voor de verdere discussie. Dit geldt in het bijzonder voor de Unierechtelijke dimensie, waar Eikelboom terecht aandacht voor vraagt.

Zoals Eikelboom zelf al aangeeft,[31] gaan achter de verschillende benaderingen rond het agenderingsrecht ook rechtspolitieke keuzes schuil. We moeten daarom met elkaar de discussie aangaan – en blijven aangaan – over de keuzes die we met betrekking tot het agenderingsrecht willen maken. Voor die verdere discussie is evenwel nodig dat we goed weten waar we over praten. Dit vraagt enerzijds een (meer) doorwrochte analyse van het Europees- en nationaalrechtelijk kader en anderzijds een gerichte blik op de verwachte effecten in de praktijk en de wenselijkheid daarvan.[32] Het strikt bewaken van het onderscheid tussen feitelijke argumenten ('het is') en normatieve argumenten ('het zou zo moeten zijn') is daarbij cruciaal. Daar hoort wat mij betreft ook bij dat we ons een reëel beeld vormen over de aard van moderne aandeelhouders in beursvennootschappen en over wat we van hen kunnen – en mogen – verwachten. Ongetwijfeld heeft Eikelboom daar andere ideeën over dan ik. Ik hoop dan ook dat wij onze discussie hierover kunnen voortzetten.

Noten

[1] Zie in dit nummer (MvO 2017, afl. 10), F. Eikelboom, Wat onder de oppervlakte bleef in de rechtspraak rond AkzoNobel (hierna: Eikelboom 2017).

[2] De statuten kunnen op punten een andersluidende regeling bevatten. Zo kan de ontvankelijkheidsdrempel van 10% van het geplaatste kapitaal in de statuten op een lager percentage worden vastgesteld. Voorts kunnen de statuten bepalen dat de verzoekende

aandeelhouders ook zonder machtiging van de voorzieningenrechter zelf bevoegd zijn om tot bijeenroeping van een verzochte BAVA over te gaan indien de vennootschapsleiding niet of niet tijdig gehoor geeft aan een verzoek (vgl. art. 2:109 BW, waarin is bepaald dat de bevoegdheid tot bijeenroeping van een algemene vergadering bij statuten ook aan anderen dan de vennootschapsleiding kan worden toegekend).

[3] Eikelboom 2017, par. 2.1.

[4] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, JOR 2017/261 m.nt. C.D.J. Bulten (AkzoNobel). Hierover M.J.G.C. Raaijmakers, AkzoNobel. Bestuursautonomie in beurs-NV: behoud stand-alone-strategie en afwijzing overnamevoorstel, AA 2017, p. 713-722.

[5] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, JOR 2017/261 m.nt. C.D.J. Bulten (AkzoNobel), r.o. 3.28.

[6] Eikelboom 2017, par. 4.

[7] Richtlijn 2007/36/EG.

[8] Dit weet Eikelboom zelf ook maar al te goed, getuige zijn mooie proefschrift over dit onderwerp. Zie F. Eikelboom, De (onmiddellijke) voorzieningen van de enquêteprocedure (diss. Groningen; IVO-reeks nr. 105), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

[9] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, JOR 2017/261 m.nt. C.D.J. Bulten (AkzoNobel), r.o. 3.28.

[10] Hierbij kan nog de vraag worden gesteld in hoeverre het feit dat art. 2:111 BW voorziet in een wettelijke regeling waarmee een geweigerd convocatieverzoek kan worden voorgelegd aan de voorzieningenrechter, op zichzelf al een belangrijke aanwijzing is dat het weigeren van een dergelijk verzoek – in isolatie bezien – niet snel aanleiding zal geven tot het aannemen van een gegronde reden om aan een juist beleid of aan een juiste gang van zaken te twijfelen. De overwegingen van de Ondernemingskamer in AkzoNobel geven geen uitsluitel over het antwoord op deze vraag.

[11] Elliott trad in deze procedure samen met een andere aandeelhouder van AkzoNobel op. Omwille van de leesbaarheid wordt in het hiernavolgende enkel gesproken over ‘Elliott’.

[12] Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, JOR 2017/260 m.nt. R.G.J. Nowak (AkzoNobel).

[13] Ibid., r.o. 4.5.

[14] De door de voorzieningenrechter aangelegde toets was niet geheel zonder precedent. Zie bijv. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/336, waarin met verwijzing naar (oudere) rechtspraak wordt gesteld dat een voorzieningenrechter bij de beoordeling van de

redelijkheid van het belang mede in aanmerking mag nemen wat verzoekers met de besluitvorming op de beoogde vergadering willen bereiken.

[15] Eikelboom 2017, par. 3.

[16] Een soortgelijk argument heeft Eikelboom eerder gepresenteerd in de beschouwing die hij samen met Peters schreef naar aanleiding van de AkzoNobel-beschikking van de Ondernemingskamer. Zie F.M. Peters & F. Eikelboom, De strijd over het agenderingsrecht tussen Elliott en Akzo, WPNR 2017/7156.

[17] Zie bijv. Rb. Breda (pres.) 12 januari 1979, NJ 1981/219 (Tilburgsche Waterleiding Maatschappij).

[18] Zie S.H.M.A. Dumoulin, Besluitvorming in rechtspersonen (diss. Groningen; IVO-reeks nr. 31), Deventer: Kluwer 1999, nr. 143 e.v., met verwijzingen naar de wetsgeschiedenis van het ontwerp-Nelissen uit 1910 (waaruit het huidige art. 2:111 BW voortkomt), waarin ook geen eenduidig antwoord op deze vraag besloten ligt.

[19] Zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/336 voor een overzicht van oudere rechtspraak.

[20] Anders: R.G.J. Nowak in zijn noot bij Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, JOR 2017/260 (AkzoNobel), nr. 8.

[21] F.G.K. Overkleef, Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning, Ondernemingsrecht 2009/167.

[22] Zie F.G.K. Overkleef, De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen – een analyse van recht, gebeurtenissen en ideeën (diss. Rotterdam; IVO-reeks nr. 103), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 247-267.

[23] Overkleef 2017, p. 386-387.

[24] Overkleef 2017, p. 218-247 en 323-344.

[25] Eikelboom 2017, par. 2.1.

[26] Hof Den Haag 31 mei 2016, JOR 2016/181 m.nt. R.G.J. Nowak (Fugro), i.h.b. r.o. 19-24.

[27] Eikelboom 2017, par. 2.1 en noot 10.

[28] J.H.M. Willems, Mogen aandeelhouders strategische onderwerpen agenderen?, Ondernemingsrecht 2017/116.

[29] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, JOR 2017/261 m.nt. C.D.J. Bulten (AkzoNobel), r.o. 3.23: 'In deze omstandigheden is het niet onbegrijpelijk dat AkzoNobel er – in ieder geval ten tijde van de ontvangst van het derde voorstel van PPG op 24 april 2017 – minst genomen rekening mee hield dat (inhoud en verloop van) inhoudelijke besprekingen tussen AkzoNobel en PPG niet vertrouwelijk zouden blijven, met als gevolg dat een zodanige dynamiek zou ontstaan, onder meer met betrekking tot de beurskoers van AkzoNobel en de samenstelling van haar aandeelhoudersbestand dat er geen begaanbare weg terug meer zou zijn.'

[30] 'Vertrouwen in de toekomst', regeerakkoord 2017-2021 van VVD, CDA, D66 en ChristenUnie van 10 oktober 2017, bron: www.kabinetsformatie2017.nl, p. 34.

[31] Eikelboom 2017, p. 2.1, noot 6.

[32] Zie ook Overkleeft 2017, p. 521-553.

Naschrift naar aanleiding van: 'Reactie: convocatierecht en agenderingsrecht – een rechtspolitieke wens als vader van Eikelbooms gedachten'

F. Eikelboom

De auteur reageert op de reactie van Overkleeft op zijn artikel 'Wat onder de oppervlakte bleef in de rechtspraak rond AkzoNobel' (MvO 2017, afl. 10).

1 Inleiding

Aan het einde van zijn reactie op mijn bijdrage in dit nummer (hierna: Reactie Overkleeft en mijn MvO-artikel) nodigt Frans Overkleeft mij uit om de discussie met hem voort te zetten.[1] Op die uitnodiging ga ik graag in.

Tevens noopt de Reactie Overkleeft mij om mijn standpunt te verduidelijken, hetgeen sommigen wellicht als herhaling opvatten. Om dat te voorkomen zal ik soms korthedshalve verwijzen naar het WPNR-artikel[2] dat ik samen met Frank Peters schreef over de beschikking van de Ondernemingskamer met betrekking tot dezelfde kwestie (hierna: het WPNR-artikel).[3] Ik volsta bijvoorbeeld met een verwijzing naar paragraaf 4 en 5 van het WPNR-artikel met betrekking tot het door de Ondernemingskamer (in het kader van de vraag of naar haar voorlopig oordeel sprake is van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen) ontwijken van de vraag of Elliott recht had op een BAVA.[4] Wat betreft de voorgestelde 250 dagen bedenktijd en de eerdere incarnatie daarvan (de responstijd uit de Corporate Governance Code)[5] verwijs ik naar paragraaf 7.6.1 van mijn proefschrift,[6] in het bijzonder naar het aldaar genoemde standpunt van de minister van Financiën en de Commissie vennootschapsrecht, dat het introduceren van zo'n aanvullende termijn voor

gebruikmaking van het agenderingsrecht in strijd is met artikel 6 lid 3 EU-richtlijn[7] betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (hierna: Richtlijn).

2 Verhouding convocatie- en agenderingsrecht

Uit zijn reactie blijkt dat Overkleef het positieve recht anders benadert dan ik. Zijn uitgangspunt is het Nederlandse recht.[8] Dat maakt een onderscheid tussen het convocatierecht (art. 2:110/111 van het Burgerlijk Wetboek (BW)) en het agenderingsrecht (art. 2:114a BW) en dat zou ik over het hoofd zien. Ik benader het echter vanuit het Europese recht, meer specifiek artikel 6 lid 1 Richtlijn. Die bepaling stelt eisen aan het Nederlandse recht. Andersom geldt dat niet. Om die reden is het Europese recht leidend. De vraag is dus in hoeverre het Europese recht een onderscheid maakt tussen het convocatie- en agenderingsrecht en of Overkleef of ik dat onderkent.

Op grond van artikel 6 lid 1 Richtlijn dient het Nederlandse recht te voorzien in een recht van aandeelhouders om (1) onderwerpen en (2) ontwerpresoluties op de agenda van een algemene vergadering te plaatsen. De lidstaten kunnen enkel recht (1) beperken en dat slechts tot de jaarlijkse algemene vergadering, zo vervolgt artikel 6 lid 1 Richtlijn. Nu Nederland niet van die mogelijkheid gebruik heeft gemaakt, dient het agenderingsrecht te gelden ten aanzien van elke algemene vergadering, dus ook voor een algemene vergadering die via de band van artikel 2:110/111 BW wordt ingeleid.[9] In die zin is het agenderingsrecht dus – anders dan Overkleef centraal stelt in zijn reactie – onderdeel van het convocatierecht (en volgens mij blijkt dat voldoende duidelijk uit mijn MvO-artikel[10] en het WPNR-artikel[11]).

Overkleef heeft echter gelijk – maar ik heb ook nooit anders beweerd[12] – dat artikel 6 lid 1 Richtlijn niet beoogt aan aandeelhouders het recht te verschaffen om een aandeelhoudersvergadering bijeen te (doen) roepen op het door hen gewenste tijdstip. Dat betekent dat artikel 2:110/111 BW slechts deels richtlijnconform moeten worden uitgelegd. Het gaat dan met name om de vraag of een aandeelhouder die van zijn convocatierecht gebruik probeert te maken een redelijk belang heeft. Voor zover het gaat om de inhoud van de agenda van de gewenste algemene vergadering dient de term ‘redelijk belang’ richtlijnconform te worden uitgelegd. Er is om die reden[13] geen ruimte voor het oordeel dat een aandeelhouder geen redelijk belang heeft, omdat het gewenste besluit weliswaar strikt genomen behoort tot de bevoegdheid van de algemene vergadering, maar tevens implicaties heeft voor de strategie (zie par. 3 en 5 hierna), of omdat de aandeelhouder zich onredelijk opstelt, bijvoorbeeld door het bestuur onder druk te willen zetten (zie par. 3 hierna). Als het echter gaat om de vraag of de aandeelhouder er een redelijk belang bij heeft dat op korte termijn een aandeelhoudersvergadering wordt bijeengeroepen – dus of de aandeelhouder met zijn

agenderingsverzoek niet kan wachten op de eerstvolgende door bestuur of raad van commissarissen bijeengeroepen vergadering –, is er geen aanleiding voor een richtlijnconforme wetstoepassing, omdat de Richtlijn met betrekking tot die vraag zwijgt.

3 Wijziging bevoegdheden

In de Reactie Overkleeft staat tevens centraal het argument dat de Richtlijn geen wijziging in bevoegdheden beoogt.[14] Ik vind dergelijke argumentaties[15] altijd lastig te begrijpen, in het bijzonder met betrekking tot de AkzoNobel-casus waarop mijn MvO-artikel zag. De wet bepaalde toch reeds voor de invoering van de Richtlijn dat de algemene vergadering commissarissen kan ontslaan?[16]

De desbetreffende argumenten in de Reactie Overkleeft lijken eerder te zien op de Fugro/Boskalis-casus, waarin het ging om een niet-bindende motie over een onderwerp dat *an sich* niet behoort tot de bevoegdheid van de algemene vergadering. Wat dergelijke moties betreft is het van tweeën één: óf het meerderheidsstandpunt in de literatuur is juist dat moties reeds voor de Richtlijn mogelijk waren[17] – maar wat is dan de relevantie van het desbetreffende argument? – óf de Richtlijn noopte wel degelijk tot een introductie van een bevoegdheid, namelijk de bevoegdheid tot moties. Artikel 6 lid 1 Richtlijn zondert moties namelijk niet uit van het verplicht te implementeren agenderingsrecht.[18]

Overkleeft vindt het te makkelijk om te stellen dat moties niet binden en stelt dat de vennootschapsleiding met de rug tegen de muur kan komen te staan door een agenderingsverzoek met implicaties voor de strategie, en ziet daarin, als ik hem goed begrijp, een grond om dergelijke verzoeken te weigeren. Ik begrijp dat niet. Procedures over het agenderings- en convocatierecht worden enkel gevoerd als de vennootschapsleiding mans genoeg is om de (agenda)wensen van aandeelhouders te weigeren. Dat impliceert toch dat (de organen van) de vennootschapsleiding niet zwicht(en) onder aandeelhoudersdruk? Wat is dan het probleem? Of anders gezegd, wat is hier de verzwegen premisse? Dat de vennootschapsleiding stiekem meent dat het niet uit te leggen is aan (buitenlandse) aandeelhouders dat een aangenomen motie niet wordt gevolgd?

Daarnaast lijkt Overkleeft mijn standpunt[19] over het hoofd te zien dat een agenderingsvoorstel met betrekking tot een nietig besluit, bijvoorbeeld omdat het in strijd is met de wettelijke of statutaire bevoegdheidsverdeling tussen de organen, kan worden geweigerd wegens misbruik van gemeenschapsrecht. Een ontslagbesluit of motie is echter niet nietig, omdat het naast het primaire (rechts)gevolg eveneens implicaties heeft voor de strategie.

4 Doel en strekking van de Richtlijn

In zijn reactie lijkt Overkleef ook het doel en de strekking van de Richtlijn vanuit het Nederlandse recht te willen benaderen. De Richtlijn zou gericht zijn op het faciliteren van een dialoog tussen vennootschapsleiding en aandeelhouders.[20] Dat was het doel waarmee Nederland het agenderingsrecht introduceerde voor de Richtlijn,[21] maar woorden als dialoog, overleg, consultatie en dergelijke komen niet voor in de Richtlijn. In plaats daarvan is de Richtlijn gericht op het faciliteren dat aandeelhouders daadwerkelijk gebruik kunnen maken van hun zeggenschapsrechten, hetgeen blijkens artikel 6 Richtlijn niet alleen inhoudt dat aandeelhouders grensoverschrijdend kunnen stemmen, maar tevens dat zij besluiten kunnen agenderen waarover zij kunnen stemmen.

Overkleef stelt dat de eerste inhoudelijke – dus inleidende – overweging van de preambule alleen zou zien op grensoverschrijdend stemmen.[22] Dat zou ook gelden voor de daarin opgenomen frase dat effectieve zeggenschap van de aandeelhouders een eerste vereiste voor een goede corporate governance is en bijgevolg dient te worden vergemakkelijkt en aangemoedigd. Ik begrijp niet waarom deze overwegingen niet eveneens zouden zien op het faciliteren van zeggenschap in de zin dat aandeelhouders zelf het initiatief kunnen nemen voor besluiten van de algemene vergadering en daarover vervolgens kunnen stemmen.

5 Eisen aan agenderingsrecht

Dan de vraag of het richtlijnconform is dat het Nederlandse recht aanvullende eisen stelt aan gebruikmaking van het agenderingsrecht, bijvoorbeeld de eis dat het te agenderen besluit geen implicaties voor de strategie zou mogen hebben. In vervolg op zijn – in mijn ogen dus onjuiste – lezing van het doel en de strekking van de Richtlijn is Overkleef er niet van overtuigd dat dit niet zou mogen.[23] Hij vraagt zich tevens af of het Dominguez-arrest,[24] waaruit ik onder meer afleid dat aanvullende eisen niet mogen, wel kan worden geëxtrapoleerd. Het Messner-arrest,[25] waarop ik mij tevens beroep, laat hij evenwel onbesproken. Deze arresten staan voorts niet op zichzelf.[26] Uit de rechtspraak van het Hof van Justitie van de Europese Unie blijkt sinds jaar en dag dat geen afbreuk mag worden gedaan aan de volle werking en eenvormige toepassing van EU-regels en aan de doeltreffendheid en effectiviteit van rechten die op grond van EU-richtlijnen moeten bestaan. Dat geldt ook met betrekking tot het stellen van aanvullende eisen op nationaal niveau. In zijn reactie betwist Overkleef niet mijn stelling dat van het agenderingsrecht weinig terecht komt als het afhankelijk wordt gemaakt van een belangenafweging met betrekking tot de inhoud van het besluit, aangezien alle agenderingspogingen met betrekking tot beursvennootschappen daarop afstuiten in de Nederlandse rechtspraak.[27]

6 Rechtspolitiek

Overkleeft dicht mij een rechtspolitieke wens toe om (activistische) aandeelhouders zo veel mogelijk speelruimte binnen beursvennootschappen te geven.[28] Dat ziet hij verkeerd. Hoewel ik de vrees voor aandeelhoudersinvloed die bij sommigen leeft niet deel,[29] ben ik ook niet (altijd) voor aandeelhoudersinvloed. In plaats daarvan zie ik graag dat dit onderwerp zo veel mogelijk in de statuten kan worden geregeld (inrichtingsvrijheid) en dat de in de wet en statuten gemaakte keuzes consistent worden toegepast in de rechtspraak (vertrouwensbeginsel en rechtszekerheid).[30]

Aan dat laatste schort het met betrekking tot het agenderingsrecht in de Nederlandse praktijk. Gegeven de keus van de wetgever om dwingendrechtelijk te bepalen dat de algemene vergadering de commissarissen kan ontslaan,[31] de wet daarbij geen ontslaggronden voorschrijft en het aanvaarden van het agenderingsrecht uit de Richtlijn (waarbij geen redelijkheidstoets of iets dergelijks geldt), is het inconsistent als aandeelhouders worden afgehouden van het uitoefenen van die bevoegdheden, ook als dat gebeurt op grond van de autonomie van bestuur en commissarissen. Als die autonomie bij beursvennootschappen zwaarder moet wegen – bijvoorbeeld omdat anders ons stakeholdersmodel wordt ondermijnd – dient de ontslagbevoegdheid met betrekking tot beursvennootschappen niet langer aan de aandeelhouders te worden geattribueerd (aangenomen dat art. 6 lid 1 Richtlijn blijft gelden[32]).

De huidige praktijk komt neer op doen alsof aandeelhouders bepaalde rechten hebben, maar deze vervolgens niet honoreren als het erop aankomt. Dat neemt de onrust over aandeelhoudersinvloed niet weg, schaadt het vertrouwen van (potentiële) kapitaalverschaffers en is op de lange termijn onhoudbaar om de hierboven en in mijn MvO-artikel genoemde juridisch-technische redenen. Ik kan me niet goed voorstellen dat Overkleeft dat wel wenselijk zou vinden.

7 Tot slot

Overkleeft en ik zijn het evenwel roerend eens dat de discussie over het convocatie- en het agenderingsrecht nog wel even zal worden gevoerd. Het antwoord op die discussie zal uiteindelijk moeten komen van het Hof van Justitie van de Europese Unie.

Noten

[1] Zie in dit nummer (MvO 2017, afl. 10) F. Eikelboom, Wat onder de oppervlakte bleef in de rechtspraak rond AkzoNobel; en F.G.K. Overkleeft, Reactie: convocatierecht en agenderingsrecht – een rechtspolitieke wens als vader van Eikelbooms gedachten .

[2] F.M. Peters & F. Eikelboom, De strijd over het agenderingsrecht tussen Elliott en Akzo,

WPNR 2017/7156. De inleiding van mijn MvO-artikel beschrijft hoe dat zich verhoudt tot het WPNR-artikel.

[3] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, JOR 2017/261 m.nt. Bulten.

[4] Zie Reactie Overkleeft, par. 2.

[5] Zie Reactie Overkleeft, par. 4 en 5.

[6] F. Eikelboom, De (onmiddellijke) voorzieningen van de enquêteprocedure (diss. Groningen; IVO-reeks nr. 105), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

[7] Richtlijn 2007/36/EG.

[8] Zie bijv. Reactie Overkleeft, par. 2.

[9] Dat blijkt ook uit het feit dat art. 6 lid 1 Richtlijn bepaalt dat het agenderingsrecht alleen mag worden beperkt tot de jaarlijkse algemene vergadering, mits aandeelhouders een convocatierecht hebben dat mede het agenderingsrecht omvat. Art. 6 lid 1 Richtlijn biedt dus enkel de mogelijkheid om het agenderingsrecht niet te doen gelden met betrekking tot bijzondere algemene vergaderingen die door het bestuur of de raad van commissarissen bijeen zijn geroepen, bijv. om te voldoen aan art. 18 lid 1 Besluit openbare biedingen Wft.

[10] Zie par. 3.

[11] Zie bijv. par. 7 en noot 64 daarbij.

[12] Zie mijn MvO-artikel, par. 3 en het WPNR-artikel, par. 7.

[13] Zie ook het WPNR-artikel, par. 7 en par. 4 hierna.

[14] Reactie Overkleeft, par. 4.

[15] Deze komen bijv. ook voor in de wenk bij RO 2015/38, D.M.H. de Leeuw, Bescherming van stakeholders en de grenzen van het agenderingsrecht, Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming 2015/3 en Hof Den Haag 31 mei 2015, JOR 2016/181 m.nt. Nowak (Fugro/Boskalis).

[16] Art. 2:144 jo. art. 2:142 BW. Dit is voorts in art. 25.2 van de statuten van AkzoNobel bepaald. Zie ook noot 24 van het WPNR-artikel met betrekking tot het structuurregime en AkzoNobel.

[17] Zie de noot van Nowak in JOR 2015/135, onder 8, met verdere vindplaatsen.

[18] Zie hierover F.M. Peters & F. Eikelboom, De strijd over het agenderingsrecht tussen Boskalis en Fugro, WPNR 2015/7061 en J.H.M. Willems, Mogen aandeelhouders strategische onderwerpen agenderen?, Ondernemingsrecht 2017/116.

[19] Zie het WPNR-artikel, par. 7. Zie meer uitgebreid Peters & Eikelboom 2015, par. 3.2. Overigens kent Overkleeft dit standpunt, omdat hij naar het desbetreffende artikel verwijst in zijn mooie proefschrift De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen (diss. Rotterdam; IVO-reeks nr. 103), Deventer: Wolters Kluwer 2017, par. 6.3.3.

[20] Reactie Overkleeft, par. 4.

[21] R.A.F. Timmermans, Het agenderingsrecht, preferente beschermings aandelen en oligarchische clausules, Ondernemingsrecht 2012/121, par. 2.2. De wens om een dialoog te faciliteren komt mij overigens typisch Nederlands voor. In andere landen lijkt de leidingstijl veel autoritairder en is confrontatie het middel van de niet-machthebbers om op te komen voor hun belangen. Het thans hoogoplopende conflict tussen de Catalaanse deelstaatregering en de centrale Spaanse overheid is daarvan een goed voorbeeld. Ik vraag me af of er in EU-verband wel voldoende draagvlak is voor een richtlijn die zo iets beoogt als het faciliteren van een dialoog.

[22] Reactie Overkleeft, par. 4.

[23] Reactie Overkleeft, par. 4.

[24] HvJ EU 24 januari 2012, ECLI: EU:C:2012:33 (Dominguez), r.o. 17 en 18.

[25] Zie ook HvJ EU 3 september 2009, NJ 2009/559 m.nt. Mok (Messner), r.o. 24.

[26] Zie mijn in noot 7 genoemde proefschrift, par. 7.4.2 en 7.4.3, met verdere verwijzingen naar o.m. het werk van (Wouter) Snijders en Wissink in: A.S. Hartkamp e.a. (red.), The influence of EU law on national private law (Serie Onderneming en Recht, deel 81-I), Deventer: Kluwer 2014. Nowak concludeert na het bestuderen van die bronnen in zijn noot in de JOR (2017/260) dat 'richtlijnconforme uitleg naar de heersende opvatting meebrengt dat nationale corrigerende instrumenten zoals (naar Nederlands recht) de redelijkheid en billijkheid niet zonder meer kunnen worden toegepast als daardoor de werking van het gemeenschapsrecht wordt gehinderd of beperkt'. Het is jammer dat Overkleeft die bronnen niet in zijn analyse betreft.

[27] Zie mijn MvO-artikel, par. 2.1, met verdere vindplaatsen.

[28] Reactie Overkleeft, par. 2 en de titel.

[29] Degenen die deze angst wel voelen, verwijs ik graag naar een tweetal artikelen in The Economist van 7 februari 2015 ('An investor calls' en 'Shareholder activism: Capitalism's unlikely heroes').

[30] Dat ik pleit voor consistent recht is overigens niet nieuw, zie het WPNR-artikel, par. 9 en mijn MvO-artikel, par. 2.1.

[31] Art. 2:144 jo. art. 2:142 BW. Het structuurregime laat ik hier buiten beschouwing.

[32] Zie par. 2.1, in fine van mijn MvO-artikel.