
De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen

een analyse van recht, gebeurtenissen en ideeën

F.G.K. Overkleef

Deze samenvatting is afkomstig uit het gelijknamige proefschrift dat de auteur op **vrijdag 16 juni 2017** om **13:30** uur in het openbaar zal verdedigen.

De openbare verdediging zal plaatsvinden in de Senaatszaal (Erasmus Building / gebouw A) van de **Erasmus Universiteit Rotterdam** (Burg. Oudlaan 50, 3062 PA Rotterdam).

Contact

Frans Overkleeft

T: 020 – 71 71 573

E: frans.overkleeft@nautadutilh.com

© 2017, F.G.K. Overkleeft. Alle rechten voorbehouden.

Een handelseditie van het proefschrift wordt uitgegeven door Wolters Kluwer in de serie **Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht** (nr. 103).

Samenvatting

Inleiding (hoofdstuk 1)

Dit proefschrift gaat over de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen. Het onderzoek dat aan dit proefschrift ten grondslag ligt, was in het bijzonder gericht op ontwikkelingen die zich in de periode tussen grofweg 1999 en 2004 hebben voltrokken. De reden om juist de ontwikkelingen in deze periode te onderzoeken is gelegen in de wereldwijde financiële crisis die eind 2008 in volle omvang zichtbaar werd. In het verlengde van de crisis, waarbij een aantal Nederlandse beursgenoteerde financiële instellingen via kapitaalinjecties en zelfs nationalisaties door de overheid moest worden gered, zijn stemmen opgegaan dat de gebleken kwetsbaarheid van deze beursondernemingen mede is veroorzaakt door druk vanuit aandeelhouders. Daarbij is ook uitdrukkelijk gewezen op de versterking van de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen die in de jaren voorafgaand aan de financiële crisis tot stand was gebracht. Bij nadere beschouwing bleken de meeste van de relevante ontwikkelingen rond deze versterking in de periode tussen 1999 en 2004 hun beslag te hebben gekregen. Deze achtergrond vormde de aanleiding om die ontwikkelingen nader te bestuderen. Daar komt bij dat de in deze jaren gerealiseerde versterking van de positie van aandeelhouders nog altijd actueel is, zeker nu het verschijnsel aandeelhoudersactivisme recent weer wat vaker de kop opsteekt en de overnamemarkt rond beursgenoteerde ondernemingen weer wat meer activiteit vertoont. Met deze studie wordt een interpretatie- en beoordelingskader gegeven voor de thans weer actueel geworden erfenis uit de periode rond de eeuwwisseling.

De juridische elementen uit de periode 1999-2004 die tezamen tot een versterking van de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen hebben geleid zijn gelegen in wetgeving (in het bijzonder de invoering van nieuwe aandeelhoudersrechten met de Wet structuurregeling in 2004), zelfregulering (de vaststelling van de eerste Nederlandse Corporate Governance Code in 2003) en rechtspraak (de jurisprudentie van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad in procedures rond overnamegeschillen zoals *Gucci*, *RNA* en *HBG* tussen 1999 en 2003). Deze veranderingen vonden elk hun oorsprong in eerdere ontwikkelingen. Dit waren niet alleen ontwikkelingen op *juridisch* niveau, maar vooral ook ontwikkelingen op *feitelijk* niveau en op *normatief* niveau. Bij ontwikkelingen op feitelijk niveau kan onder meer worden gedacht aan verschuivingen in het collectieve aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen. Bij ontwikkelingen op normatief niveau gaat het vooral om achterliggende ideeën, afkomstig uit beleid, wetenschap of marktpraktijk, die doorwerken in feitelijke en juridische ontwikkelingen. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de van tijd tot tijd veranderende opvattingen over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen.

Deze studie beoogt de wisselwerking tussen ontwikkelingen op juridisch, feitelijk en normatief niveau inzichtelijk te maken. Daarnaast draagt het maken van onderscheid tussen juridische, feitelijke en normatieve aangelegenheden bij aan de zuiverheid van de te maken analyse van al deze ontwikkelingen.

Zonder een dergelijk onderscheid bestaat met name het gevaar van ongemerkte vermenging van feitelijke argumenten ('het is zo') met normatieve argumenten ('het zou zo moeten zijn'). Om te komen tot een deugdelijke integrale analyse van juridische, feitelijke en normatieve ontwikkelingen zijn bepaalde methodologische keuzes gemaakt, zoals het nadrukkelijk betrekken van niet-juridische bronnen bij het onderzoek en het beschrijven van de ontwikkelingen vanuit hoofdzakelijk contemporaine bronnen.

Het onderzoek is als volgt opgebouwd. Om te beginnen is in hoofdstuk 2 een beginsituatie gedefinieerd, namelijk het 'klassieke' ondernemingsrecht voor Nederlandse (beurs)-N.V.'s zoals dat in de periode tussen 1929 en 1971 gestalte kreeg. Hoofdstuk 3 beschrijft de (rechts)politieke, economische en maatschappelijke ontwikkelingen met betrekking tot de positie van aandeelhouders die zich in de periode tussen 1971 en 1999 in Nederland en Europa voordeden. Op juridisch niveau veranderde er in deze periode wat betreft de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen vrij weinig, maar op feitelijk en normatief niveau des te meer. Hoofdstuk 4 geeft bij wijze van 'uitstapje' een analyse van de ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht, in het bijzonder in de context van de Amerikaanse 'law & economics' beweging. Bepaalde van de in deze stroming ontwikkelde rechtseconomische concepten zouden later doorwerken in wetenschappelijke- en beleidsmatige discussies over het ondernemingsrecht op Europees- en Nederlands niveau.

Hoofdstuk 5 beschrijft de veranderingen in beleid, wetgeving, zelfregulering en rechtspraak over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen die in de jaren tussen 1999 en 2004 hun beslag hebben gekregen. De in hoofdstukken 3 en 4 getrokken lijnen komen in dit hoofdstuk samen. Hoofdstuk 6 gaat over breuklijnen, constanten en correcties. De breuklijnen hebben betrekking op onopgemerkte kwetsbaarheden in het bestel van corporate governance zoals dat in de periode 1999-2004 vorm had gekregen. Deze kwetsbaarheden zorgden ervoor dat de ontwikkelingen na 2004 op punten anders uitpakt dan gedacht, met name wat betreft de opkomst van aandeelhoudersactivisme. De constanten zijn juist de factoren geweest die een dempend effect op deze ontwikkelingen hebben gehad en de correcties zijn de reacties vanuit wetgeving, zelfregulering en rechtspraak op de gebleken kwetsbaarheden. Hoofdstuk 7 bevat rechtsvergelijkende beschouwingen over de ontwikkeling van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk. De keuze voor deze landen is ingegeven door het feit dat het Nederlandse ondernemingsrecht historisch gezien een grote verwantschap met het Duitse ondernemingsrecht vertoont, terwijl het met de veranderingen die zich tussen 1999 en 2004 hebben voorgedaan juist meer is opgeschoven naar het Britse ondernemingsrecht. Doel van de vergelijking met Duitsland is om te analyseren in hoeverre de ontwikkelingen die zich in Nederland hebben voorgedaan onvermijdelijk waren, dat wil zeggen of er ook andere beleidskeuzes mogelijk waren geweest. De vergelijking met het Verenigd Koninkrijk laat zien in welke specifieke politieke, economische en maatschappelijke context het Britse ondernemingsrecht wat betreft de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen is ontstaan. Hoofdstuk 8 sluit af met nadere beschouwingen, conclusies en aanbevelingen.

De N.V. in het klassieke ondernemingsrecht – 1929-1971 (hoofdstuk 2)

Een analyse van het N.V.-recht zoals dat met de invoering van de wettelijke regeling van 1929 in het WvK tot stand is gebracht laat zien dat de rechtsvorm conceptueel op de aandeelhouders als samenwerkende vennoten was gericht. Typische kenmerken hiervan waren de instrumentele invulling van het begrip rechtspersoonlijkheid, de rol van het statutaire doel van de vennootschap als strikte richtsnoer voor bestuurlijk handelen en de beperking van de bestuursbevoegdheid tot enkel de dagelijkse gang van zaken vanuit de gedachte dat de aan AVA als 'hoogste macht' in de vennootschap alle bevoegdheden toekwamen die niet expliciet aan het bestuur waren toegekend. De N.V. werd door Van der Heijden conceptueel gekwalificeerd als een bijzondere uitwerking van de maatschap, een contractuele rechtsbetrekking tussen samenwerkende vennoten waarbij de eigenschap van rechtspersoonlijkheid van de N.V. de gezamenlijke aandeelhouders in staat stelde om via de N.V. als instrument van vermogensrechtelijke ordening op bijzondere wijze aan het rechtsverkeer te laten deelnemen.

De N.V. was als rechtsvorm primair georiënteerd op kleine ondernemingen met een besloten kring van aandeelhouders. Grote ondernemingen met een verspreid aandelenbezit, in het bijzonder beursvennootschappen, werden geacht om in de praktijk met het wettelijke N.V.-recht uit de voeten te kunnen; specifiek op hun situatie toegesneden wetgeving werd althans niet nodig geacht. In de praktijk was met name door het wijdverbreid gebruik van oligarchische regelingen bij open ondernemingen een verwijdering ontstaan tussen de conceptuele positie van aandeelhouders in die vennootschappen en hun werkelijke positie, met name wanneer het minderheidsaandeelhouders betrof. Ook begon de conceptuele visie van de N.V. als bijzondere maatschapsvorm steeds meer te wringen met de naoorlogse realiteit waarin grote ondernemingen een steeds belangrijkere plaats in het economisch verkeer innamen. Wetenschappers als Van der Grinten onderkenden deze realiteit door hun opvattingen over de grenzen van de bestuursbevoegdheid op de voet van artikel 47 WvK te nuanceren. Het arrest van de Hoge Raad in *Doetinchemse IJzergieterij* uit 1949, waarin voor het eerst over het 'belang van de vennootschap' werd gerept, werd door Van der Grinten toentertijd evenwel nog als een ongelukkig precedent beschouwd. Hij verwierp op principiële gronden het door de Hoge Raad gesuggereerde onderscheid tussen het belang van de vennootschap enerzijds en het belang van de gezamenlijke aandeelhouders anderzijds. Ook het *Forumbank*-arrest uit 1955, waarin de Hoge Raad overwoog dat het bestuur een zelfstandige positie innam ten opzichte van de AVA en dat het bestuur dientengevolge niet gehouden was om specifieke instructies van de AVA ten aanzien van zaken die tot de bestuursbevoegdheid behoorden op te volgen, werd indertijd niet als wezenlijke wending in de rechtsontwikkeling beschouwd. Pas in de latere literatuur zouden beide arresten worden aangemerkt als kenteringen in de ontwikkeling van het institutionele karakter van de N.V..

De institutionele opvatting over het wezen van de N.V. werd voor het eerst geformuleerd in de oratie van Maeijer uit 1964. Maeijer's opvatting dat de N.V. een eigen belang had, was gebaseerd op de vermogensrechtelijke gelijkstelling van een rechtspersoon met een natuurlijke persoon, waarbij ter

onderbouwing op het *Doetinchemse IJzergieterij*-arrest werd gewezen. Dat het door Maeijer geïntroduceerd idee van het vennootschappelijk belang (inclusief de resultante-benadering van Van der Grinten die zijn opvatting over het vennootschappelijk belang in navolging van Maeijer had aangepast) tot het dominante paradigma in het vennootschapsrecht zou uitgroeien was niet zozeer op de juridische onderbouwing terug te voeren, maar meer op het feit dat dit concept goed aansloot bij de veranderende maatschappelijke opvattingen over de inrichting en het functioneren van grote ondernemingen, in het bijzonder wat betreft de positie van werknemers. Dit gold niet voor de alternatieve benadering van Löwensteyn waarin het vennootschappelijk belang met het geobjectiveerde belang van de gezamenlijke aandeelhouders gelijk werd gesteld.

De discussie over de economische en maatschappelijke tegenstellingen tussen de factor arbeid en de factor kapitaal in de context van grote ondernemingen mondde in 1964 uit in het rapport van de Commissie Verdam met aanbevelingen voor aanpassingen in de inrichting van grote N.V.'s. In het verlengde van dit rapport is een aantal ingrijpende wetswijzigingen doorgevoerd, waaronder de invoering van de structuurregeling in 1971. Formeel werd de positie van de AVA in vennootschappen die onder de nieuwe structuurregeling zouden vallen beperkt doordat de bevoegdheden tot benoeming en ontslag van het bestuur naar de (verplicht gestelde) RvC werden overgeheveld. Feitelijk was van een verzwakking van de positie van aandeelhouders in deze vennootschappen geen sprake, omdat de AVA vanwege de aanwezigheid van oligarchische regelingen enerzijds en absenteïsme anderzijds ook in de oude situatie niet in staat was om effectief van deze bevoegdheden gebruik te maken. Met de invoering van de structuurregeling en andere wetswijzigingen zoals de invoering van het jaarrekeningenrecht in 1970 en de herziening van het enquêterecht in 1971, was het klassieke ondernemingsrecht voor (beurs)-N.V.'s in 1971 in feite 'af'.

Wegbereiders voor het nieuwe ondernemingsrecht in markt, politiek, beleid en wetenschap – 1971-1999 (hoofdstuk 3)

Hoofdstuk 3 gaat over de verschuivingen op feitelijk en normatief niveau met betrekking tot de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen in de periode 1971-1999. Deze ontwikkelingen zijn ook te plaatsen in een bredere politieke context. Waar de PvdA ten tijde van het kabinet Den Uyl en in de jaren erna nadrukkelijk schermd met gedachten over inkapseling van grote ondernemingen en vormen van arbeiderszelfbestuur, kozen CDA en VVD vanaf het eerste kabinet Lubbers juist voor het voeren van een privatiserings- en dereguleringsbeleid. Deze keuze was niet zozeer ingegeven door ideologische overwegingen, maar eerder door pragmatische overwegingen met het oog op het weer gezond krijgen van de openbare financiën. Ondertussen maakte de PvdA vanaf de tweede helft van de jaren '80 een proces van ideologische heroriëntatie door. Het door CDA/VVD ingezette privatiserings- en dereguleringsbeleid kon daarom worden doorgezet toen de PvdA in 1989 in de regering van het kabinet Lubbers III kwam. Deze lijn zou ook in de daaropvolgende Paarse kabinetten worden doorgetrokken. Dit vertaalde zich ook in een aangepast staatsdeelnemingenbeleid. In dat kader werd bij wijze van sturingsinstrument in

geprivatiseerde staatsdeelnemingen onder meer ingezet op de versterking van de positie van aandeelhouders.

Ondertussen was sinds de jaren '80 een proces van internationalisering op de financiële markten gaande, wat leidde tot een intensivering van de internationale concurrentie tussen de nationale effectenbeurzen. In deze concurrentieslag was in het regeringsbeleid een duidelijke rol voorzien voor de Nederlandse effectenmarkten. In de jaren '80 werden daartoe stappen gezet in de ontwikkeling van een kader van wet- en regelgeving (deels via de implementatie van de eerste Europese richtlijnen met betrekking tot kapitaalmarkten) en in de ontwikkeling van een publiekrechtelijke toezichtstructuur met de oprichting van de Ste. Ook de VvdE, de toenmalige uitbater van de Amsterdamse effectenbeurs, zette erop in om meer beursnoteringen aan te trekken en om de gerealiseerde omzetten en handelsvolumes op de beurs te vergroten. In dit kader kwam ook een discussie tussen de VvdE en de VEUO op gang over de wenselijkheid van de beschermingsconstructies waarvan veel Nederlandse beursondernemingen zich bedienden en de beperkingen die daaraan gesteld zouden moeten worden. Het kabinet nam via een beleidsnotitie stelling in de discussie, maar liet het initiatief om tot nieuwe regels te komen aanvankelijk aan de VvdE en de VEUO. Begin jaren '90 kreeg deze discussie een communautaire dimensie met de publicatie van de ontwerp-Dertiende Richtlijn. In 1992 kwamen de VvdE en de VEUO tot een compromis voor de duur van drie jaar. Het compromis werd als tijdelijke maatregel door het kabinet aanvaard, maar voor het geval tussen de VvdE en de VEUO geen bevredigende permanente regeling zou worden bereikt, werd een wettelijke regeling niet uitgesloten.

Een relevante feitelijke ontwikkeling betrof de verschuivingen die in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursondernemingen optraden. Van oudsher was een belangrijk deel van de aandelen van de grote multinationals zoals Koninklijke Olie en Unilever in handen van buitenlandse aandeelhouders, veelal buitenlandse branchegenoten die de aandelen bij wijze van strategische deelneming hielden. Daarnaast hielden Nederlandse financiële instellingen, met name de grote verzekeraars, traditioneel grote pakketten aandelen in Nederlandse beursvennootschappen. Tot slot hielden Nederlandse particuliere beleggers de nodige aandelen. Samen vormden deze groepen een relatief stabiel aandeelhoudersbestand. In de jaren '80 kwam hier verandering in. Bij omvangrijke emissies van Nederlandse ondernemingen ter financiering van overnames of in het kader van privatiseringstrajecten werden veel aandelen bij buitenlandse beleggers geplaatst, in het bijzonder bij Britse en Amerikaanse institutionele beleggers. Ook verkregen Nederlandse beursondernemingen via buitenlandse overnames aanvullende noteringen aan beurzen in het buitenland, waardoor zij ook internationale beleggers aantrokken. De beleggingen van Nederlandse institutionele beleggers in Nederlandse beursondernemingen hielden hiermee geen gelijke tred. De Nederlandse pensioenfondsen belegden lange tijd slechts een gering deel van hun vermogen in aandelen, terwijl de Nederlandse verzekeraars juist vanaf begin jaren '90 hun aandelenbelangen in Nederlandse beursondernemingen gingen afbouwen. Medio jaren '90 was Nederland als gevolg van al deze

ontwikkelingen in vergelijking met omringende landen zoals Duitsland en het Verenigd Koninkrijk het enige land zonder ‘nationaal blok’ in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen.

In dezelfde periode speelde ook de discussie over beschermingsconstructies tussen de VvdE en de VEUO weer op. In 1995 sloten zij een beginselakkoord over de uitgangspunten voor een regeling over de doorbraak van beschermingsconstructies en stelden zij gezamenlijk op verzoek van het kabinet een concept-wetsvoorstel op. Dit voorstel voldeed evenwel niet aan alle criteria die het kabinet eerder had geformuleerd. Begin 1996 trok het kabinet het initiatief naar zich toe door een akkoord met de VvdE en de VEUO te bewerkstelligen – naar het zich laat aanzien: te forceren – over de uitgangspunten van een wettelijke regeling voor de doorbraak van beschermingsconstructies. Het hieruit voortvloeiende wetsvoorstel, het Wetsvoorstel betwiste overnames, werd in 1997 ingediend. Strekking van dit wetsvoorstel was om te komen tot een zekere inperking van juridische beschermingsconstructies in de context van overnamebiedingen. In de toelichting werd erop gewezen dat beursondernemingen zich zouden moeten inspannen om bij wijze van economische beschermingsconstructie een stabiel bestand aan kernaandeelhouders aan zich te binden. Hierbij werd opgemerkt dat de Nederlandse pensioenfondsen zich bereid hadden verklaard om deze rol op zich te nemen op voorwaarde dat de ondernemingsstrategie van de betreffende beursvennootschappen zou bijdragen aan de continuïteit van de onderneming en aan de belangen van aandeelhouders.

Een ander uitvloeisel van het beginselakkoord tussen de VvdE en de VEUO was de instelling van de Commissie Peters. In oktober 1996 presenteerde de commissie haar veertig aanbevelingen op het gebied van corporate governance voor beursondernemingen. De commissie had hiermee beoogd om een set ‘best practices’ te formuleren (waarschijnlijk naar het voorbeeld van de Britse Cadbury Code uit 1992) waarbij voor de afdwingbaarheid van de naleving een marktgeoriënteerde vorm van handhaving was voorzien. Achter de naleving zat vooral ook politieke druk: vanuit het kabinet was kort na het verschijnen van het rapport reeds aangegeven dat wetgeving zou volgen indien zichtbaar resultaat in de naleving van de aanbevelingen van de Commissie Peters door Nederlandse beursondernemingen zou uitblijven. Met betrekking tot de positie van aandeelhouders bevatten de aanbevelingen een aantal aanzetten tot versterking van hun positie, zoals de aansporing voor beursvennootschappen om te voorzien in mogelijkheden voor ‘proxy solicitation’ en de aanbeveling dat aan (groepen van) aandeelhouders een recht van agendering zou moeten toekomen om onderwerpen voor behandeling tijdens de AVA voor te stellen. Ook bevatte het rapport van de Commissie een aantal opmerkelijke normatieve stellingnames, zoals de stelling dat aandeelhouders invloed zouden moeten kunnen uitoefenen op het strategisch beleid. Wat daar ook van zij, de naleving van de aanbevelingen van de Commissie Peters bleef blijkens een eenmalig monitoringonderzoek over het boekjaar 1998 overwegend achter bij de verwachtingen. De daadwerkelijke impact van de aanbevelingen van de Commissie Peters moet dan ook niet worden overschat.

Tot slot was in de jaren ’90 ook binnen de ondernemingsrechtswetenschap sprake van een zekere onvrede over de status quo met betrekking tot de juridische positie van aandeelhouders in beursvennootschappen.

Deze onvrede was niet over de hele linie aanwezig, maar met name de ondernemingsrechtswetenschappers met praktijkbanden als advocaat (Slagter, Den Boogert, Van der Hoek) of bedrijfsjurist bij grote Nederlandse ondernemingen (Honée, Raaijmakers) lieten zich wel nadrukkelijker dan voorheen horen in discussies over dit onderwerp. Andere wetenschappers zoals Timmerman en De Kluiver hielden de status quo kritisch tegen het licht vanuit een meer beschouwend of multidisciplinair perspectief. Zodoende kwam er binnen de ondernemingsrechtswetenschap meer diversiteit in de wetenschappelijke discussie over de positie van aandeelhouders.

Ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht (hoofdstuk 4)

In de Amerikaanse wetenschappelijke stroming die ook wel als de 'law & economics' wordt aangeduid, is in de tweede helft van de vorige eeuw een rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht ontwikkeld. Uit deze rechtseconomische benadering volgde een normatief kader waarin het bestel van corporate governance van beursondernemingen in overwegende mate op de aandeelhouders was georiënteerd. In 1999 formuleerden de Amerikaanse wetenschappers Hansmann en Kraakman op basis van dit normatief kader hun these over de 'End of History for Corporate Law'. Zij voorspelden een wereldwijde convergentie van ondernemingsrechtssystemen waarbij al deze systemen onvermijdelijk naar het door Hansmann en Kraakman voorgestelde aandeelhoudersgeoriënteerde model zouden gaan tenderen. Kenmerken van dit model waren onder meer dat de vennootschapsleiding van een beursvennootschap zich uitsluitend zou hebben te richten naar de belangen van de aandeelhouders (en dus niet naar de belangen van andere stakeholders) en dat de beurskoers als richtsnoer voor dit aandeelhoudersbelang had te gelden. De ideeën van Hansmann en Kraakman trokken veel aandacht, ook in Nederland. Juist vanwege deze aandacht is het nuttig om bij wijze van reconstructie de herkomst van deze ideeën te analyseren. Aan de hand van deze analyse kan voorts worden nagegaan hoe en in welke mate deze ideeën uiteindelijk op normatief niveau in het Europese- en Nederlandse ondernemingsrecht hebben doorgewerkt.

Een belangrijke basis voor de opkomst van de Amerikaanse law & economics-stroming werd gevormd door het werk van Coase. In 1960 formuleerde hij de later als 'Coase Theorem' aangeduide stelling dat ongeacht de beginverdeling van rechten en aanspraken, een optimale verdeling van deze rechten en aanspraken tussen partijen in een wereld zonder transactiekosten altijd als vanzelf kan ontstaan via markttransacties tussen betrokken partijen. Coase onderkende dat het uitgangspunt van een wereld zonder transactiekosten onrealistisch was en dat in de praktijk dus bijsturing van overheidswege op het marktmechanisme nodig was. Coase pleitte ervoor dat de wetgever en de rechter zich bij de vraag of dergelijke bijstellingen nodig waren - en zo ja in welke mate en op welke wijze - zouden moeten laten leiden door empirisch onderzoek over de economische effecten. Bij nadere beschouwing blijkt in de theorie van Coase ook een ideologische gedreven voorkeur voor marktoplossingen ten opzichte van overheidsinterventie besloten te liggen. Later werk van anderen dat op de Coase Theorem voortbouwde bevat dus een inherente normatieve 'bias' ten aanzien van de verhouding tussen markt en overheid zonder dat dit aan de oppervlakte kenbaar is.

Een aantal concepten die later prominent in de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht zouden worden opgenomen zijn ontwikkeld in de Amerikaanse economische wetenschap, in het bijzonder de subdiscipline van 'finance'. De belangrijkste hiervan is de 'Efficient Market Hypothesis' (EMH) van Fama uit 1970. Fama had aan de hand van empirisch en econometrisch onderzoek bewezen dat in de beurskoers van een aandeel telkens alle op dat moment beschikbare informatie over de onderliggende onderneming was verdisconteerd. In het verlengde hiervan kon worden aangenomen dat de beurskoers te allen tijde een juiste afspiegeling vormt van de intrinsieke waarde van de betreffende onderneming. Het werk van Fama was van grote invloed binnen de stroming van finance. Het idee van de EMH zou ook in andere wetenschapsdisciplines worden overgenomen, waaronder met name de stroming van law & economics.

De resultaten van Fama's onderzoek waren gebaseerd op een model waaraan bepaalde onrealistische assumpties ten grondslag lagen. Het realiteitsgehalte van de onderliggende aannames was in de door Friedman ontwikkelde methodologie van 'positive economics' echter geen relevante factor. Ook de door Fama zelf gesignaleerde beperkingen ten aanzien van zijn onderzoeksresultaten raakten uit beeld, terwijl latere studies met tegengestelde resultaten binnen het vakgebied van finance werden gemarginaliseerd en daarbuiten doorgaans niet werden opgemerkt. Zo raakte de EMH in de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht los van de oorspronkelijke wetenschappelijke context en ging het idee dat de beurskoers altijd alle relevante informatie weergeeft en daarmee ook een juiste afspiegeling van de intrinsieke ondernemingswaarde vormt als het ware een eigen leven leiden. Hetzelfde geldt voor andere concepten uit de economische wetenschap in het algemeen en de hoek van finance in het bijzonder, zoals het 'general equilibrium' model van Arrow en Debreu (een wiskundige weergave van de 'invisible hand' van Smith) en de 'rational expectations theory' (een bouwsteen voor econometrische modellen waarbij individuele marktdeelnemers over volmaakte kennis van toekomstige verwachtingen beschikken).

De volgende stap was het toepassen van de ideeën over de werking van markten op de verhouding tussen ondernemingen en hun aandeelhouders. Dit gebeurde zowel in de hoek van finance, in het bijzonder met de 'agency theory' van Jensen en Meckling uit 1973, als ook in de hoek van de rechtswetenschap, in het bijzonder met de 'market for corporate control' van Manne uit 1965 en het werk van Easterbrook en Fischel gedurende de jaren '80, uitmondend in hun standaardwerk *The Economic Structure of Corporate Law* uit 1991. In deze beschouwingen werd de onderneming conceptueel neergezet als een 'nexus of contracts'. Aandeelhouders waren in deze benadering 'residual claimants' omdat zij anders dan andere belanghebbenden geen juridisch-contractuele relatie met de onderneming hadden en pas betaald konden krijgen wanneer de onderneming aan alle andere (contractuele) verplichtingen naar haar andere stakeholders toe had voldaan. Als zodanig werd het economisch efficiënt geacht om ondernemingen zich uitsluitend te laten richten op de maximalisatie van aandeelhouderswaarde, omdat hiermee impliciet ook de gerealiseerde waarde voor andere stakeholders kon worden verhoogd, althans op peil kon worden gehouden. Voorts werd het efficiënt geacht om aandeelhouders ten opzichte van de vennootschapsleiding

bepaalde controlebevoegdheden en controlemechanismen te geven. De belangrijkste hiervan was het instrument van de vijandige overname dat in de rechtseconomische benadering als disciplineringsmechanisme voor de vennootschapsleiding werd gezien. Ook zou via informatieverstrekking vanuit de onderneming een optimalisatie van governance-structuren bereikt kunnen worden omdat een sub-optimale governance zich – uitgaande van de EMH - in een navenant lagere beurskoers zou vertalen. Zodoende zou via op aandeelhouders gerichte marktarrangementen een optimaal functionerend ondernemingsrecht voor beursvennootschappen gecreëerd kunnen worden.

De rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht is met name in de ondernemingsrechtswetenschap in de Verenigde Staten invloedrijk geweest. In de Nederlandse rechtswetenschap was deze invloed relatief beperkt. Indirect vonden deze ideeën wel ingang, bijvoorbeeld via publicaties van economen in juridische tijdschriften. Omgekeerd begonnen economen zich vanaf de jaren '90 steeds meer op het terrein van het ondernemingsrecht te begeven in economische publicaties over corporate governance, waardoor de wetenschappelijke discussie over het ondernemingsrecht naast een juridische ook een economische dimensie kreeg. Ook was van indirecte beïnvloeding sprake in de ondernemingsrechtswetenschap via de aandacht voor publicaties als de ALI Principles of Corporate Governance en de OECD Principles of Corporate Governance die op hun beurt in meer of mindere mate door rechtseconomische ideeën waren geïnspireerd. Langs deze weg konden aan de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht ontleende argumenten een rol spelen in het juridisch debat over mogelijke wijzigingen in het Nederlandse ondernemingsrecht.

De omslag – 1999-2004 (hoofdstuk 5)

In 1999 formuleerde het toenmalige Paarse kabinet in een nota naar aanleiding van de resultaten van het onderzoek naar de naleving van de aanbevelingen van de Commissie Peters een nieuw beleidskader ten aanzien de verdere ontwikkeling van het ondernemingsrecht. De nota verwees veelvuldig naar de kort daarvoor gepubliceerde OECD Principles of Corporate Governance en de inhoud was op meerdere plaatsen door (rechts)economische ideeën geïnspireerd. Wat betreft de positie van aandeelhouders herhaalde de nota het eerdere beleidsvoornemen in het verlengde van het Wetsvoorstel betwiste overnames om beursondernemingen een stabiele groep kernaandeelhouders als economische beschermingsconstructie aan zich te doen binden, waarbij in het bijzonder voor de Nederlandse institutionele beleggers een belangrijke rol was voorzien.

In de praktijk bewoog het aandelenbezit van de Nederlandse institutionele beleggers, in het bijzonder de grote Nederlandse pensioenfondsen, echter tegen dit beleidsvoornemen van het kabinet in. Waar het ABP ten tijde van de privatisering in 1995 zich bijvoorbeeld nog tot doel had gesteld om voor 2000 de omvang van haar aandelenportefeuille in Nederlandse beursondernemingen te verdubbelen bleek in 1999 dat juist sprake was geweest van een substantiële afname in deze categorie beleggingen. De grote rendementsdruk voor het ABP en andere pensioenfondsen gekoppeld met de vergrote mogelijkheden om na invoering van

de EMU zonder valutarisico's in het buitenland te beleggen en de hausse op andere markten, met name de Amerikaanse aandelenmarkten in de aanloop naar de dotcom zeepbel, maakten dat deze pensioenfondsen als geheel weliswaar meer in aandelen waren gaan beleggen, maar dat het daarbij voornamelijk om buitenlandse aandelen ging.

Ter uitvoering van het kabinetsbeleid werd een aantal wetsvoorstellen voorbereid en ingediend. Het kabinet had ook aangegeven onderzoek te gaan doen naar een mogelijke aanpassing van de structuurregeling. Daartoe werden een empirisch onderzoek en een economisch onderzoek verricht en werd de SER in februari 2000 gevraagd om advies uit te brengen. De adviesaanvraag had aanvankelijk een beperkte strekking, maar ingevolge een aanvullende adviesaanvraag die in juni 2000 vanuit de Tweede Kamer was opgesteld diende de SER zich later ook uit te spreken over zaken als het Wetsvoorstel betwiste overnames, de discussie over het 'stakeholdersmodel versus het shareholdermodel' en de vormgeving van het afleggen van verantwoordelijkheid in het verlengde van de aanbevelingen van de Commissie Peters. Hierdoor werden ook andere beleidsvoornemens van het kabinet op het gebied van het ondernemingsrecht binnen de reikwijdte van de adviesaanvraag aan de SER gebracht.

Het uiteindelijke SER-advies van februari 2001 bevatte een compromis ten aanzien van voorgestelde wijzigingen van het structuurregime. Daarnaast adviseerde de SER om buiten de context van de structuurregeling een aantal nieuwe bevoegdheden voor aandeelhouders in de wet op te nemen. Het ging daarbij om een goedkeuringsrecht voor aandeelhouders bij bepaalde 'gewichtige' bestuursbesluiten, een agenderingsrecht voor aandeelhouders en een regeling op grond waarvan certificaathouders alleen nog maar in 'oorlogstijd' de mogelijkheid onthouden zou mogen worden om via een stemvolmacht het stemrecht op de onderliggende aandelen uit te oefenen. Niet al deze voorstellen waren nieuw. Het agenderingsrecht was reeds door de Commissie Peters voorgesteld en door het kabinet als voorgenomen wetswijziging aangemerkt. Ook had het kabinet in de beleidsnota aangegeven dat de mogelijkheden voor regeling over stemrecht voor certificaathouders onderzocht zou worden. Met het SER-advies was de laatste horde voor het introduceren van een wetsvoorstel op al deze onderwerpen genomen. Dit wetsvoorstel, aangeduid als het Wetsvoorstel structuurregeling, werd in januari 2002 ingediend.

Ondertussen was het Europees beleid op het gebied van het ondernemingsrecht volop in beweging geraakt. Nadat in juli 2001 de ontwerp-Dertiende Richtlijn definitief was gestrand met een staking van de stemming in het Europese Parlement stelde Eurocommissaris Bolkestein in september 2001 de High Level Group of Company Law Experts in. Vanuit de EU was in het kader van de Lissabon-agenda de noodzaak van een modern Europees ondernemingsrecht onderkend. De High Level Group, onder voorzitterschap van Winter, werd gevraagd om in twee etappes te adviseren over de vormgeving hiervan, eerst alleen op het gebied van openbare overnamebiedingen en later ook op het gebied van het totale Europese ondernemingsrecht. De inhoud van beide rapporten van de High Level Group was wat betreft de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen in belangrijke mate door rechtseconomische perspectieven beïnvloed. Dit kwam tot uiting in de voorstellen voor uitgangspunten van een nieuwe

Overnamerichtlijn waarin aandeelhouders zowel in juridisch als ook in normatief opzicht een sterke positie was toebedacht en ook in de voorstellen over de te gebruiken reguleringsinstrumenten op het gebied van corporate governance die sterk uitgingen van het faciliteren van marktoplossingen door het opleggen van transparantieverplichtingen.

De Europese Commissie volgde in grote lijnen de voorstellen van de High Level Group met de publicatie van het EU Action Plan in 2003. Bepaalde van de beleidsdoelstellingen die in het Action Plan waren geformuleerd, zoals de bescherming van aandeelhouders en crediteuren, waren direct terug te voeren op de door de High Level Group gearticuleerde aandeelhoudersgeoriënteerde visie op het ondernemingsrecht. Anders dan wel wordt aangenomen, was de beleidsopstelling van de Commissie in het EU Action Plan niet ingegeven door de boekhoudschandalen bij Enron, Parmalat en Ahold. Wel verschaften deze voorvallen de voornemens van de Commissie van een politiek en maatschappelijk momentum. Met het EU Action Plan lag de beleidsagenda op het gebied van het ondernemingsrecht op Europees niveau voor de jaren erna vast. Uiteindelijk werden lang niet alle aandeelhoudersgeoriënteerde initiatieven op de in het EU Action Plan voorziene wijze gerealiseerd. Voorbeelden zijn de Overnamerichtlijn die in 2004 door politieke compromissen sterk werd verwaterd en de haalbaarheidsstudie naar Europese initiatieven om te komen tot een model van ‘shareholder democracy’ die in 2007 na de eerste voorstudies geruisloos van de beleidsagenda werd afgevoerd. Toch is het aandeelhoudersgeoriënteerde element in de Europese beleidsagenda op normatief niveau in de jaren erna belangrijk gebleken.

Wat rechtspraak betreft liep de rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in de jaren tussen 1999 en 2004 via de band van het enquêterecht. Traditioneel verliepen veel van de relevante rechtsontwikkelingen via de gewone rechter, maar achtereenvolgens de introductie van de mogelijkheid voor de Ondernemingskamer om onmiddellijke voorzieningen te treffen (1994), het *Huisdierencrematorium*-arrest van het Gerechtshof Amsterdam over de afstemming tussen de Ondernemingskamer en de gewone rechter (1997) en de inzet van het enquêterecht als instrument in de overnamestrijd rond Gucci (1999) zorgden ervoor dat de Ondernemingskamer de rechterlijke instantie werd waaraan overnamegeschillen rond beursondernemingen werden voorgelegd. Via deze zaken kon de Ondernemingskamer invulling geven aan gedragsnormen rond overnamegevechten, inclusief het stellen van normen over de inzet van beschermingsconstructies. Daarnaast ontwikkelde de Ondernemingskamer meer algemene normen over de verhouding tussen de vennootschapsleiding enerzijds en de AVA en individuele aandeelhouders anderzijds. Met haar beschikkingen in met name *Gucci*, *Brevest*, *RNA* en *HBG* gaf de Ondernemingskamer belangrijke impulsen aan de verdere rechtsontwikkeling op het gebied van corporate governance. De Hoge Raad trad evenwel een aantal keer corrigerend op in gevallen waarin de Ondernemingskamer zonder deugdelijke basis veranderende maatschappelijke opvattingen over corporate governance had ‘ingelezen’ in de algemene maatstaven van redelijkheid en billijkheid op de voet van artikel 2:8 BW.

Op het gebied van zelfregulering was er de Code Tabaksblad die eind 2003 werd vastgesteld. De ontstaansgeschiedenis van de Code gaat terug tot een oproep uit december 2002 vanuit het kabinet aan de sector om in het licht van de achtergebleven naleving van de aanbevelingen van de Commissie Peters concrete resultaten te boeken met het verbeteren van de corporate governance omdat anders alsnog wetgeving zou volgen. Kort voordat de Commissie Tabaksblad in maart 2003 was ingesteld, was het boekhoudschandaal rond Ahold in volle omvang publiek geworden. De Commissie verrichtte haar opdracht tegen de achtergrond van grote maatschappelijke onvrede over de grote Nederlandse (beurs)ondernemingen en het vermeende ‘old boys network’ waaruit de vennootschapsleiding van deze ondernemingen was samengesteld. De concept-Code die in juli 2003 werd gepubliceerd voorzag in een nadrukkelijke herpositionering van de AVA in het bestel van checks & balances. De Commissie deed ook vergaande voorstellen aan het kabinet om de positie bij aandeelhouders nader bij wetgeving te versterken, onder meer door administratiekantoren wettelijk te verplichten om certificaathouders onder alle omstandigheden desverzocht stemvolmachten te verlenen, ook in ‘oorlogstijd’. De reacties op de concept-Code waren overwegend positief en in het kielzog daarvan gingen geluiden op om tot verdergaande aanpassingen in het ondernemingsrecht over te gaan, bijvoorbeeld door een algehele afschaffing van de structuurregeling. Ook Nederlandse institutionele beleggers stelden zich in reactie op de concept-Code assertief op wat betreft de versterking van de positie van aandeelhouders. Tot slot was ook het kabinet enthousiast. Kort na publicatie van de concept-Code diende het kabinet al een Nota van Wijziging bij het Wetsvoorstel structuurregeling in voor de invoering van de in de concept-Code voorziene wettelijke verankering van de uiteindelijke Code. Ook na de vaststelling van de definitieve Code in december 2003 toonde het kabinet zich op voorhand enthousiast over de techniek van zelfregulering van de Code. Dit ging zover dat de Code in het wetgevingsbeleid als voorbeeld van effectieve zelfregulering werd aangehaald nog voordat de eerste gegevens over de daadwerkelijke naleving en het effect daarvan beschikbaar waren.

De Code had voorts een grote invloed op het lopende wetgevingstraject rond het Wetsvoorstel structuurregeling. Het in januari 2002 ingediende wetsvoorstel voorzag weliswaar in de introductie van de door de SER voorgestelde nieuwe aandeelhoudersrechten, in het bijzonder het goedkeuringsrecht (artikel 2:107a BW), het agenderingsrecht (artikel 2:114a BW) en de regeling over het verstrekken van stemvolmachten aan certificaathouders (artikel 2:118a BW), maar was voor het overige relatief bescheiden van opzet. In de zomer van 2003 kwam de behandeling van het wetsvoorstel in een stroomversnelling. Het kabinet kwam naar aanleiding van de publicatie van de concept-Code met een ambitieuze Nota van Wijziging en vanuit de verschillende politieke partijen werden inhoudelijk vergaande amendementen ingediend. Veel van deze voorgestelde wijzigingen strekten tot versterking van de positie van aandeelhouders. Deze voorstellen kwamen van twee van de drie regeringspartijen (VVD en CDA) en van de grootste oppositiepartij (PvdA). Elk van deze partijen had eigen redenen om op een versterking van de positie van aandeelhouders aan te sturen. Voor de VVD lag een sterke positie van aandeelhouders als ‘eigenaren’ van de onderneming in een rechtstreeks verlengde van haar liberale oriëntatie, terwijl de PvdA

een sterke positie van aandeelhouders zag als een tegenwicht voor de macht van bestuurders en commissarissen, waarbij bovendien de positie van werknemers in gelijke mate versterkt zou moeten worden. Het CDA voelde een noodzaak tot doorbreking van het 'old boys network', maar hechtte daarnaast op voorhand veel geloof aan het zelfregulerend vermogen van de sector met de Code. Uiteindelijk werden de scherpe randen van de voorgestelde amendementen later in het wetgevingstraject wat afgezwakt. De met het Wetsvoorstel structuurregeling gerealiseerde wetswijzigingen die in oktober 2004 van kracht werden, behelsden evenwel een duidelijke versterking van de positie van aandeelhouders en deze versterking berustte aldus op een breed politiek draagvlak.

Breuklijnen, constanten en correcties – 2005-heden (hoofdstuk 6)

In de periode tussen 1999 en 2004 is een geheel nieuw bouwwerk neergezet met betrekking tot de juridische, feitelijke en normatieve positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen.

Aan dit bouwwerk lagen verwachtingen ten grondslag over de toekomstige effecten ervan.

Aandeelhouders zouden met gebruik van hun nieuwe rechten de AVA tot volwaardige speler in het bestel van checks & balances ten opzichte van de vennootschapsleiding van beursondernemingen maken, waarbij in het bijzonder voor Nederlandse institutionele beleggers een belangrijke rol zou zijn weggelegd om de gewenste dialoog met de betreffende bestuurders en commissarissen over governance te verwezenlijken. De ontwikkelingen in de jaren na 2004 pakten evenwel anders uit, zo zeer zelfs dat eind 2006 in de politiek al de eerste tekenen van onbehagen te beluisteren waren. Het onbehagen richtte zich in het bijzonder op het gegeven dat veel Nederlandse beursondernemingen door buitenlandse private equityfondsen werden overgenomen en op het verschijnsel van aandeelhoudersactivisme door buitenlandse activistische beleggers, veelal hedge funds, bij andere Nederlandse beursondernemingen.

Ter verklaring voor het feit dat de ontwikkelingen na 2004 wezenlijk anders zijn gelopen dan ten tijde van de invoering van de Wet structuurregeling en de Code Tabaksblat is gedacht, kan worden gewezen op een aantal breuklijnen die zich indertijd onopgemerkt onder de oppervlakte van het nieuwe bouwwerk rond de positie van aandeelhouders bevonden. De eerste breuklijn betrof de positie van de Nederlandse institutionele beleggers. Waar met name de Nederlandse pensioenfondsen zich in de publieke discussie over corporate governance assertief hadden opgesteld, hadden zij tegelijkertijd hun aandelenbelangen in Nederlandse beursvennootschappen nog verder afgebouwd. Deze beleggers konden dan ook niet voldoen aan de verwachtingen die in het kader van de herpositionering van aandeelhouders op hen rustten. In hun plaats kwamen met name Britse en Amerikaanse vermogensbeheerders (waaronder hedge funds met een activistische strategie) op als de belangrijkste categorie aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen. De tweede breuklijn bestond uit een leemte in het juridisch kader waarin niet was voorzien in (bruikbare) gedragsnormen voor aandeelhouders ten aanzien van de uitoefening van hun nieuwe bevoegdheden. Hierdoor konden activistische aandeelhouders deze bevoegdheden in hun eigen belang inzetten zonder dat een adequaat tegengewicht vanuit de vennootschapsleiding of anderszins beschikbaar was. Dit vertaalde zich ook in beschikkingen van de Ondernemingskamer, met name in *Stork*

en *ABN AMRO*, waarin de positie van aandeelhouders verder werd versterkt. De laatste breuklijn zag op de normatieve oriëntatie in politiek en beleid. Zelfs toen de eerste barsten in het bouwwerk zichtbaar werden, bleven beleidsmakers op Europees en nationaal niveau vasthouden aan het normatief kader rond de positie van aandeelhouders dat in de periode tussen 1999 en 2004 was ontwikkeld. Hierdoor was de ruimte om van overheidswege in te grijpen, bijvoorbeeld door aan te sturen op wetwijzigingen om aandeelhoudersactivisme tegen te gaan of door te interveniëren in de overnamestrijd rond *ABN AMRO* in 2007, beperkt.

Naast breuklijnen waren er in de jaren na 2004 ook constanten. Deze constanten hadden een zeker dempend effect op de ontwikkelingen na 2004. De belangrijkste constante was de rechtspraak van de Hoge Raad. Met zijn beschikking in *ABN AMRO* (2007) corrigeerde de Hoge Raad de uitdijning van de positie van aandeelhouders ten koste van de positie van de vennootschapsleiding die de Ondernemingskamer in *ABN AMRO* had geïntroduceerd. De Hoge Raad schiep daarmee duidelijkheid op essentiële punten zoals de verhouding van de open normen van artikel 2:8 BW ten opzichte van de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen vennootschapsleiding en AVA, de invulling van het vennootschappelijk belang in overnamesituaties en de doorwerking van bepalingen uit de Code in het ondernemingsrecht. De Hoge Raad zou deze lijn later nogmaals bevestigen in *ASMI* (2010) en zou daarnaast in andere uitspraken, in het bijzonder *DSM* (2007), *VEB/KLM* (2013) en *Cancun* (2014) vanuit een bestendige lijn verdere richting geven aan de rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht via jurisprudentie. De door de Hoge Raad uitgezette lijnen hebben ook doorgewerkt in lagere rechtspraak met betrekking tot de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, zoals de beschikking van de Ondernemingskamer inzake *Cryo Save* (2013) en de uitspraken van achtereenvolgens de voorzieningenrechter in de Rechtbank Den Haag en het Gerechtshof Den Haag inzake *Boskalis/Fugro* (2015/2016). De jurisprudentie van de Hoge Raad zorgde dus voor een constante factor in de rechtsontwikkeling.

Tot slot is in de periode na 2007 in het verlengde van de voorvallen van aandeelhoudersactivisme en de financiële crisis nog een aantal correcties aangebracht. De belangrijkste correcties waren gelegen in de herziening van de Code in de vorm van de Code Frijns (2008), in wetgevingsinitiatieven zoals de Wet corporate governance (2013) en in een gewijzigde beleidsagenda op Europees niveau met bijvoorbeeld het herziene EU Action Plan (2012) en het richtlijnvoorstel tot aanpassing van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten (2014). Het is de vraag of deze correcties als een voldoende adequaat antwoord op de gebleken tekortkomingen in het bestel van corporate governance wat betreft de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen is gegeven. Met name kan de vraag worden gesteld in hoeverre het beoordelingskader voor het optreden van aandeelhouders in de praktijk voldoende effectief is om ongewenst gedrag tegen te gaan. Ook over de doorwerking van bepalingen uit de Code in het ondernemingsrecht bestaat nog altijd onvoldoende duidelijkheid. Zeker nu in recente jaren het verschijnsel van aandeelhoudersactivisme weer meer de kop opsteekt en de publieke overnamemarkt weer lijkt op te

leven zal moeten blijken in hoeverre het ondernemingsrechtelijke kader met betrekking tot de verhouding tussen de beursvennootschap en haar aandeelhouders voldoende robuust is om de eigentijdse uitdagingen aan te kunnen.

Ervaringen in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk (hoofdstuk 7)

Net als in Nederland is ook in Duitsland in de jaren voor en na de eeuwwisseling veel gebeurd op het gebied van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen. De ontwikkelingen in Duitsland verliepen op een aantal punten wezenlijk anders dan in Nederland. Waar in Nederland met het Wetsvoorstel structuurregeling een set ingrijpende wetswijzigingen met betrekking tot de positie van aandeelhouders tot stand is gebracht, verliep het Duitse wetgevingsproces in kleine stapjes waarin bij achtereenvolgende wetgevingstrajecten steeds op instrumentele wijze aan het wettelijk kader in het Aktiengesetz en andere relevante wetten werd gesleuteld. Een belangrijk kenmerk van die wetgevingsoperaties was dat de kern van de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen de organen van de vennootschap onaangeroerd bleef. Een ander kenmerk was de snelheid waarmee de wetswijzigingen telkens tot stand werden gebracht. Dit maakte dat in Duitsland effectief met wetgeving op veranderende ontwikkelingen kon worden ingespeeld. Ook was het mogelijk om nieuwe regelingen die bij nader inzien niet het gewenste effect bleken te hebben snel weer te wijzigen. Duitsland introduceerde net als Nederland ook een eigen corporate governance code (de DCGK), waarbij veel aandacht werd besteed aan het op zorgvuldige wijze inbedden van de code in het bestaande bestel van het Duitse ondernemingsrecht, zowel in dogmatische als in praktische zin. Zo bleef het Duitse ondernemingsrecht ondanks alle wijzigingen een robuust en coherent geheel.

Ook in het Verenigd Koninkrijk was rond de eeuwwisseling sprake van een omvangrijke wetgevingsoperatie op het gebied van het ondernemingsrecht, namelijk de Company Law Review die een aantal jaren later uiteindelijk zou uitmonden in de Companies Act 2006. De historisch gegroeide conceptuele oriëntatie van het Britse ondernemingsrecht op de positie van aandeelhouders werd behouden, zij het dat de belangen van andere stakeholders via het idee van ‘enlightened shareholder value’ ook een expliciete wettelijke basis in het Britse ondernemingsrecht kregen. Voor een belangrijk deel bleef de concrete invulling van de verhouding tussen de vennootschapsleiding en de aandeelhouders van Britse beursgenoteerde ondernemingen evenwel voorbehouden aan regels van zelfregulering zoals de Listing Rules van de Londense beurs en de Cadbury Code en diens opvolgers. Het fenomeen van regulering en handhaving via deze instrumenten kwam voort uit de economische en maatschappelijke traditie in de Britse financiële sector van handhaving in eigen kring via sociale instituties en onderlinge netwerken. Britse institutionele beleggers hadden van oudsher een belangrijke rol gespeeld in het proces van totstandkoming en vormgeving van deze regels. Als gevolg hiervan was de positie van aandeelhouders in het Britse ondernemingsrecht relatief sterk.

Het Britse ondernemingsrecht, in het bijzonder de Company Law Review en de Cadbury Code en navolgers, heeft een belangrijk invloed gehad op het ondernemingsrechtelijke beleid op Europees- en nationaal niveau. Zo waren de voorstellen van de High Level Group over de uitgangspunten voor een nieuwe Overnamerichtlijn naar Brits voorbeeld gemodelleerd en was de Code Tabaksblat qua opzet en inhoud sterk geënt op de UK Combined Code. Het importeren en overnemen van Britse concepten betekende dat deze instrumenten uit hun eigen sociale en maatschappelijke context werden gelicht. Hierdoor pakten deze instrumenten in de Nederlandse context anders uit. Inmiddels lijkt ook in het Verenigd Koninkrijk zelf de effectiviteit van zelfregulering via codes haar grens te hebben bereikt. Door een toegenomen internationalisering van het aandeelhoudersbestand van Britse beursvennootschappen en een daarmee corresponderende afname van invloed van Britse institutionele beleggers blijken codes en de in hoofdzaak informele sancties op niet-naleving ervan minder effectief te zijn geworden in het sturen van gedrag.

In vergelijking tot Nederland heeft Duitsland wat betreft de ontwikkeling van het ondernemingsrecht een meer zelfstandige positie ingenomen ten aanzien van de ontwikkelingen op Europees niveau. Duitsland bleef net als Frankrijk een eigen industriepolitiek voeren en spande zich ook in om de Overnamerichtlijn sterk afgezwakt te krijgen wat betreft de mogelijkheden voor Duitse beursgenoteerde ondernemingen om zich tegen ongewenste overnamebiedingen te beschermen. Ook bij de implementatie van Europese richtlijnen zoals de oorspronkelijke Richtlijn Aandeelhoudersrechten hield Duitsland vast aan het primaat van het eigen nationale recht en de daarin verankerde bevoegdheidsverdeling tussen de verschillende organen. Met de wijsheid van nu kan de vraag worden gesteld of Nederland met zijn beleidsmatige inspanningen om te komen tot een 'level playing field' voor grensoverschrijdende overnamebiedingen en het daarmee gepaard gaande beleid van non-interventie ten aanzien van overnamebiedingen op Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zoals ABN AMRO niet te zeer op het Britse voorbeeld gericht is geweest en te weinig oog heeft gehad voor alternatieve beleidslijnen in de omringende landen zoals Duitsland.

Nadere beschouwingen, conclusies en aanbevelingen (hoofdstuk 8)

De ontwikkeling van het ondernemingsrecht is geen lineair proces. Zij volgt geen vooropgezet plan, maar krijgt gaandeweg op incrementele wijze vorm, telkens op basis van de omstandigheden en krachten die op dat moment spelen, waarbij een belangrijke rol voor toeval is weggelegd. De impact van specifieke ontwikkelingen kan telkens niet op voorhand worden ingeschat, maar vaak pas achteraf worden geduid. Alleen al om die reden is het wetenschappelijk niet verantwoord om ontwikkelingen die zich in het verleden hebben voorgedaan naar de toekomst toe te extrapoleren in de vorm van inhoudelijke aanbevelingen voor wijzigingen in wet- en regelgeving of anderszins. Er zijn op dit moment ook te veel substantiële onzekere factoren in de omgeving waarin beursgenoteerde ondernemingen opereren zoals de continue geopolitieke spanningen binnen de EU en daarbuiten en de meer fundamentele discussies over

de maatschappelijke uitwerkingen van het huidige systeem van marktkapitalisme die recent zijn losgekomen, om een zinvolle voorspelling over toekomstige ontwikkelingen te kunnen doen.

Wel kan uit deze studie een les voor de toekomst worden getrokken over de doorwerking in het Nederlandse ondernemingsrecht van ideeën uit andere wetenschapsdisciplines zoals uit de hoek van law & economics of van concepten uit andere rechtsstelsels zoals de Code uit het Verenigd Koninkrijk. In beide gevallen is de context waarin de betreffende ideeën en concepten tot stand zijn gekomen belangrijk. Bij het overnemen van ideeën uit andere wetenschapsdisciplines dreigt het gevaar dat zij losgezongen raken van de oorspronkelijke wetenschappelijke context, waardoor beperkingen in toepassingsbereik en kwalificaties ten aanzien van de onderliggende veronderstellingen uit het zicht raken en latere bijstellingen van de ideeën binnen de eigen wetenschapsdiscipline niet worden opgemerkt. Bij het importeren van concepten uit andere rechtsstelsels is het mogelijk dat dezelfde concepten vanwege verschillen in de onderliggende juridische, sociale en maatschappelijke context een andere uitwerking hebben. In beide gevallen is het bij gebruik van dergelijke ‘transplants’ in het nationale recht van groot belang om de onderliggende context van deze ideeën en concepten goed te doorgronden en om zorgvuldig om te gaan met de inbedding ervan.

Voorts kunnen naar aanleiding van het onderzoek bepaalde perspectieven worden geformuleerd die bij de toekomstige ontwikkeling van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen een rol zouden kunnen spelen. Deze vraag is actueel in het licht van de modernisering van het N.V.-recht en de mogelijke heroriëntatie op de verhoudingen in beursvennootschappen tussen de aandeelhouders onderling en de aandeelhouders enerzijds en de vennootschapsleiding anderzijds die in december 2016 in de ‘Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht’ zijn aangekondigd. In zoverre behelst dit onderzoek zowel een evaluatie van het ondernemingsrecht over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen dat met wetgeving, zelfregulering en rechtspraak in de periode tussen 1999 en 2004 tot stand is gebracht als ook een verkennende studie met het oog op mogelijke toekomstige aanpassingen in wetgeving en zelfregulering. Juist omdat gebleken is dat het in de periode tot 2004 tot stand gebrachte juridisch kader in de jaren erna op een aantal punten in de praktijk wezenlijk anders heeft uitgewerkt dan was voorzien, is het bij een toekomstige herziening van belang om – in lijn met Aanwijzingen 7 en 9 van de Aanwijzingen voor de Regelgeving - vooraf een deugdelijke analyse te maken van de relevante feiten en omstandigheden, de doelstelling van een voorgestelde regeling, de noodzaak voor overheidsinterventie en de alternatieven daarvoor (waaronder zelfregulering), de verwachte effectiviteit van een voorgestelde regeling en de mogelijke neveneffecten daarvan.

Tegen de achtergrond van snel veranderende marktomstandigheden en het belang van een goed werkende juridische infrastructuur op het gebied van het ondernemingsrecht voor de Nederlandse economie bestaat vanuit conceptueel opzicht behoefte aan een responsief ondernemingsrecht. Het ondernemingsrecht als geheel moet voldoende robuust zijn om gelet op het belang van de rechtszekerheid in alle omstandigheden een bruikbare basis te kunnen bieden, terwijl het tegelijkertijd voldoende flexibel dient te zijn om in

positieve zin in te kunnen spelen op veranderende omstandigheden. Daarnaast dient het ondernemingsrecht van een duidelijke oriëntatie op een doelgroep te worden voorzien. Tot slot dient het ondernemingsrecht, althans het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen, op een wijze te worden gepositioneerd die overeenstemt met de plaats en rol van Nederland in de internationale handelsverhoudingen.

De hierboven geschetste vergezichten maken niet dat op het punt van wetgeving alleen maar in grootse en meeslepende wetgevingstrajecten gedacht moet worden. Er bestaat juist behoefte aan het snel kunnen doorvoeren van instrumentele wijzigingen van wetgevingsbepalingen die betrekking hebben op technische of logistieke aangelegenheden. Op dit moment lijkt op het gebied van het ondernemingsrecht echter sprake van een haast antagonistische verhouding tussen de wetgever en de uitvoeringspraktijk. Uiteindelijk zullen de politiek, wetenschap en uitvoeringspraktijk elkaar toch moeten vinden in het proces van wetgeving wil er nog een herziening van het N.V.-recht – van fundamentele of juist van instrumentele – worden bewerkstelligd. Antwoorden op de vraag hoe het Nederlandse ondernemingsrecht eruit zou moeten zien, zouden primair via het politiek proces tot stand moeten worden gebracht als resultante van een belangenafweging van verschillende maatschappelijke opvattingen.

De opkomst van het fenomeen van de beurs-N.V. in den vreemde (internationale ondernemingen die in de rechtsvorm van een N.V. worden gedreven en waarvan de aandelen aan buitenlandse beurzen zijn genoteerd) noopt tot beleidskeuzes. Is het Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen primair gericht op het faciliteren en reguleren van puur Nederlandse beursondernemingen, zou het juist meer gericht moeten zijn op de aantrekkelijke markt van buitenlandse beursondernemingen of kan het tegelijkertijd op allebei zijn gericht? Ook het bestand aan Nederlandse beursvennootschappen is de afgelopen vijftien jaar gewijzigd, zowel wat betreft de totale omvang van het aantal beursondernemingen als wat betreft de economische activiteiten die door deze ondernemingen worden verricht. Dit geeft aanleiding tot vragen die in de beleidsmatige discussies over het Nederlandse verdienmodel en over de rol van beursgenoteerde ondernemingen in dat model betrokken zouden moeten worden. Dit hangt samen met de overkoepelende beleidskeuzes ten aanzien van het Nederlandse vestigingsklimaat, waaronder keuzes met betrekking tot de positie en omvang van de financiële sector en keuzes in het fiscale beleid. Ook deze keuzes zouden primair via de politiek gestalte moeten krijgen. Het gaat immers om vragen over de inrichting van het Nederlandse economisch bestel vanuit het perspectief van de internationale (concurrentie)verhoudingen en daarmee dus indirect om het verdienmodel van de Nederlandse economie. Hier ligt een taak voor de politieke partijen om onderscheidende visies over het Nederlandse economische model – en daarmee ook het Nederlandse ondernemingsrecht – in de huidige internationale verhoudingen te ontwikkelen en uit te dragen.

Tot slot dient de rol van de overheid ten opzichte van het bedrijfsleven in de politiek voortdurend een onderwerp van gesprek te zijn. Op dit punt is de beleidsmatige discussie momenteel weer volop in beweging. Een opvallende ontwikkeling betreft het fenomeen van interventies van de overheid bij

staatsdeelnemingen. Recente voorbeelden van interventies van overheidswege geven de indruk dat de overheid tegenwoordig een actievere invulling geeft aan haar rol als aandeelhouder in staatsdeelnemingen. Andere ontwikkelingen wijzen erop dat de opstelling van de overheid ten opzichte van grote ondernemingen is veranderd ten opzichte van de situatie van voor de financiële crisis. Ook de rol van de Nederlandse overheid met betrekking tot overnamebiedingen op Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen is tegenwoordig weer onderwerp van discussie. In het verlengde van de ongeïnviteerde overnamebiedingen waarmee achtereenvolgens PostNL, Unilever en AkzoNobel werden geconfronteerd laaide de discussie over het al dan niet voorzien van mogelijkheden voor overheidsinterventie bij overnamebiedingen op Nederlandse beursondernemingen nog verder op. Een eindpunt in deze discussie is voorlopig nog niet in zicht.

Als toch op enig moment het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen integraal herbezien zou worden, dan lijkt ten aanzien van de positie van aandeelhouders in ieder geval één fundamentele vraag onontkoombaar: moet de verhouding tussen beursvennootschap en aandeelhouders primair worden geregeld via de band van het financiële toezichtrecht waarin aandeelhouders voor hun rechtspositie zijn aangewezen op hun aanspraken als beleggers in effecten van uitgevende instellingen of moet de huidige duale structuur in stand worden gehouden waarbij aandeelhouders zowel aan het vennootschapsrecht als aan het financieel toezichtrecht aanspraken kunnen ontlenen. De meer principiële vraag in hoeverre beleggers in aandelen van beursvennootschappen, die soms aandelen slechts voor een extreem korte periode houden of die hun belang via synthetische constructies hebben vormgegeven, nog altijd gezien dienen te worden als ‘aandeelhouder’ in de klassieke zin van het woord is daarmee nog niet beantwoord.

Op dit punt moeten ook de beperkingen van het ondernemingsrecht onder ogen worden zien. In de jurisprudentie zijn door de Ondernemingskamer in *Cryo Save* en door achtereenvolgens de Voorzieningenrechter in de Rechtbank Den Haag en het Gerechtshof Den Haag in *Boskalis/Fugro* nuttige aanzetten gegeven om aan de hand van de normen van redelijkheid en billijkheid tot een concrete(re) invulling van gedragsnormen bij het uitoefenen van aandeelhoudersrechten te komen. Concrete en effectieve normen voor gedrag van aandeelhouders dat zich buiten de context van de uitoefening van formele aandeelhoudersrechten afspeelt, zoals het voeren van een publieke campagne door een activistische aandeelhouder, zijn (nog) niet ontwikkeld. Een panacee om de in brede kring gewenste gezamenlijke oriëntatie van vennootschapsleiding én aandeelhouders op lange termijn waardecreatie te realiseren lijkt in ieder geval niet voorhanden. Misschien is een oplossing gelegen in het accepteren dat de gedragingen van aandeelhouders niet via het ondernemingsrecht te reguleren zijn en dat in plaats daarvan moet worden gekeken of de mogelijke schadelijke neveneffecten daarvan niet beter via publiekrechtelijke wet- en regelgeving kunnen worden gereguleerd. Tegelijkertijd moet bij een mogelijke herziening van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen niet uit het oog worden verloren wat in de woelige jaren tussen 1999 en 2004 en sindsdien is bereikt. Met de beschikking van de Hoge Raad in *Cancun* is de maatstaf van het belang van de vennootschap op een in de moderne tijd passende wijze herbevestigd en

voor de voorzienbare toekomst geborgd. Alles overziende lijkt het bouwwerk dat de Hoge Raad met zijn beschikkingen in *RNA*, *HBG*, *ABN AMRO* en *ASMI* heeft neergezet niet alleen naar het heden, maar ook naar de toekomst toe een stevig fundament voor verdere (rechts)ontwikkelingen te bieden. Het is nu aan de praktijk om te acteren op basis van de lessen voor de toekomst die uit deze geschiedenis zijn te trekken.

Dankwoord

Een mens kan zelf aan een proefschrift beginnen, maar een proefschrift afmaken kan alleen met hulp, steun en toeverlaat van anderen. Bij mij was dit niet anders. Ik wil met name de volgende personen bedanken.

Mijn dank gaat in de eerste plaats uit naar Theo Raaijmakers. Dat mijn interesse als onverschillige student voor het ondernemingsrecht werd gewekt, is te danken aan Theo's bevolgen en prikkelende colleges. Daarna werd Theo achtereenvolgens mijn klankbord tijdens mijn studies in het buitenland, mijn afstudeerbegeleider en mijn promotor. Het is mij niet gelukt om voor het verlopen van Theo's ius promovendi na zijn emeritaat mijn promotieonderzoek af te ronden. Ik hoop evenwel dat het eindresultaat recht doet aan wat ik van Theo heb geleerd. Hetzelfde geldt voor mijn oud-collega's van de vakgroep Business Law binnen de rechtenfaculteit van de Universiteit van Tilburg, waaraan ik vier jaar verbonden ben geweest, in het bijzonder Danique van Abeelen, Christoph van der Elst, Joe McCahery, Ger van der Sangen, Erik Vermeulen en Wim Weterings.

Veel dank ben ik ook verschuldigd aan Vino Timmerman, mijn Rotterdamse promotor. Vanaf het eerste moment dat ik Vino over mijn promotieonderzoek benaderde heeft hij telkens weer mij vanuit een oprechte belangstelling gestimuleerd om verder te gaan. Vino nam altijd ruim de tijd voor onze gesprekken en hij heeft stapels werkdocumenten nauwgezet becommentarieerd. Daarbij beheerst hij als geen ander de kunst om de promovendus op een prettige wijze aan het denken te zetten en zo hem/haar toch maar verder te laten schaven aan bepaalde teksten. Mijn dank gaat voorts uit naar Bastiaan Assink, Maarten Kroeze, Huub Willems, Harm-Jan de Kluiver en Albert Verdam voor hun bereidheid om zitting te nemen in de leescommissie respectievelijk de promotiecommissie.

Promoveren doet een mens gelukkig nooit alleen, er zijn altijd wel mensen die zich in hetzelfde schuitje bevinden. Ik dank daarom mijn 'lotgenoten' waarmee ik periodiek kon praten over het wel en wee van een promovendus in het ondernemingsrecht. In het bijzonder denk ik hierbij aan Jaap Barneveld, Matthijs de Jongh, Manuel Lokin, Alexander Schild en Michael Schouten.

De collega's en oud-collega's met wie ik in de afgelopen tien jaar als advocaat bij NautaDutilh samen heb gewerkt zijn van grote invloed geweest op mijn vorming als jurist en persoon. Ik noem hier met name Arlette Boot, Willem Calkoen, Gaike Dalenoord, Marieke Faber, Robert van Galen, Leo Groothuis, Erik Hammerstein, Hein Hooghoudt, Bas van Hunnik, Maarten ten Kate, Bart van Kempen, Philippine van Leeuwen, Martijn Molenaar, Harmen de Mol van Otterloo, Wikke Nijland, Gosse Oosterhoff, Jochem Polderman, Jochem Prinsen, Geert Raaijmakers, Barbara Rumora-Scheltema, Bjarni Schim, Christine Smit, Rogier Stevens, Paul Storm, Jaap Jan Trommel en Freerk Vermeulen. Een bijzonder woord van dank is

voor Christiaan de Brauw en Paul Olden. Christiaan heeft mij in mijn jaren als M&A-advocaat veel geleerd en hij heeft mij zowel in zakelijk- als in wetenschappelijk opzicht vele kansen geboden om me verder te ontwikkelen. Paul heeft mij als beginnend advocaat onder zijn hoede genomen. Hij heeft door de jaren heen veel tijd en energie gestoken in mijn opleiding en verdere vorming als advocaat, ondernemingsrechtjurist en mens. De sporen van hun inspanningen voor mijn ontwikkeling zijn in dit boek zichtbaar.

Er zijn veel mensen in mijn omgeving waaraan ik de afgelopen jaren te weinig aandacht heb besteed. Ik denk hierbij in de eerste plaats aan mijn zus Esther Overkleeft en haar gezin. Ook vriendschappen heb ik minder intensief onderhouden dan had moeten. Ik ben iedereen dankbaar voor het getoonde begrip en geduld. Ik beloof dat ik niet nog eens tien jaar lang aan een boek zal werken.

Mijn vriendin Marlies Luursema heeft mij altijd gesteund in alles wat ik doe. Toen het er echt om spande, heeft zij mij het laatste zetje gegeven om de eindsprint in te zetten. Ik ben haar heel veel dank verschuldigd voor haar aanmoediging, steun en geduld en ik ben ontzettend blij dat we dit project samen tot een mooie einde hebben weten te brengen.

Tot slot wil ik mijn ouders Frans Overkleeft en Margriet Overkleeft-Verburg bedanken. Mijn brede belangstelling voor de wereld is thuis aan de keukentafel gevormd door de vele gesprekken die zij altijd met mij hebben gevoerd. Mijn moeder trad bovendien als jurist en ervaringsdeskundige regelmatig op als sparring partner in inhoudelijke discussies en in gesprekken over het schrijven van een proefschrift. Elk op hun eigen manier hebben mijn ouders mij ook gestimuleerd om mijn onderzoek door te zetten en af te maken. Ook voor hen is mijn promotietraject een lange rit geweest en ik ben blij dat het er op zit. Tegelijkertijd weet ik zeker dat er ook na afronding van dit project nog genoeg is om aan de keukentafel over te praten en dat is maar goed ook.

Curriculum vitae

Frans Overkleeft werd op 27 maart 1982 geboren te Utrecht. Hij deed in 2000 eindexamen gymnasium aan het St. Odulphuslyceum in Tilburg en ging aansluitend rechten studeren aan de Universiteit van Tilburg (UvT). Gedurende het academisch jaar 2003-2004 studeerde hij twee semesters aan de Universität Heidelberg (voorheen de Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) in Duitsland. Frans behaalde in juli 2005 zijn doctoraal Nederlands recht, accent Staats- en Bestuursrecht (Europees Bestuursrecht) aan de Universiteit van Tilburg. In mei 2006 behaalde hij een LL.M. aan de University of Minnesota Law School te Minneapolis, Verenigde Staten. In oktober 2006 voltooide hij een tweede afstudeerscriptie waarmee hij het aanvullend accentprogramma Privaatrecht (Ondernemingsrecht) binnen de afstudeerrichting Nederlands recht aan de Universiteit van Tilburg afrondde.

Frans is sinds december 2006 werkzaam voor NautaDutilh N.V. en werd in februari 2007 beëdigd als advocaat te Amsterdam. Van januari 2007 tot januari 2011 was hij daarnaast in deeltijd werkzaam als wetenschappelijk docent-onderzoeker aan de Universiteit van Tilburg (Tilburg Law School, departement Business Law). Hij is redacteur van het *Maandblad voor Ondernemingsrecht*.