

PREADVIES VAN DE VEREENIGING 'HANDELSRECHT' 2009

PREADVIES VAN DE VEREENIGING
'HANDELSRECHT'

2009

**Ondernemingsbestuur en
risicobeheersing op de drempel
van een nieuw decennium:
een ondernemingsrechtelijke
analyse**

Prof. mr. Bastiaan F. Assink
Mr. drs. Daniella A.M.H.W. Strik

KLUWER – DEVENTER – 2009

ISBN 978 90 13 07061 3
NUR 827-715

© Assink en Strik 2009

Secretariaat van de Vereniging 'Handelsrecht':
Mw. mr. M.M. Tuijtel
Weena 614, 3012 CN Rotterdam
Postbus 293, 3000 AG Rotterdam
telefoon 010 201 2939

Redactie, auteurs en uitgever houden zich aanbevolen voor opmerkingen en suggesties. Reacties kunnen gestuurd worden naar de uitgever, Postbus 23, 7400 GA Deventer, of via e-mail naar mjongepier@kluwer.nl.

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of op enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h t/m 16m Auteurswet jo. besluit van 27 november 2002, Stb. 2002, 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht te Hoofddorp (Postbus 3051, 2130 KB). Voor het opnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16, Auteurswet) dient men zich tot de uitgever te wenden.

Hoewel bij deze uitgave de uiterste zorg is nagestreefd, kan voor de afwezigheid van eventuele (druk)fouten en onvolledigheden niet worden ingestaan en aanvaarden auteur(s), redacteur(en) en uitgever deswege geen aansprakelijkheid.

Kluwer bv legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)overeenkomst. De gegevens kunnen door Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden, worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien u hier bezwaar tegen heeft, kunt u contact met ons opnemen.

VOORWOORD

Het is met groot genoegen dat ik de preadviezen 2009 voor de Vereniging Handelsrecht mag introduceren. Het onderwerp van de preadviezen zal gelet op het jaar dat achter ons ligt geen verrassing zijn. De crisis in het financiële systeem en de ingrijpende economische effecten daarvan stelt ook het juridische stelsel voor nieuwe vragen en uitdagingen. Enerzijds betreft dit vragen die betrekking hebben op de wijze waarop de ontstane soms complexe situaties in het bijzonder met betrekking tot financiële instellingen en bedrijven in moeilijkheden kunnen worden ontward en weer een structurele basis kan worden gelegd voor herstel. Anderzijds betreft het vragen naar de inrichting van ons stelsel op een wijze dat een bijdrage kan worden geleverd aan het sneller signaleren van problemen en het mogelijk voorkomen dat deze zo ernstig worden als de situatie waarmee wij sinds september 2008 zijn geconfronteerd. Het is een grote verdienste van de voorliggende preadviezen van Assink en Strik dat zij die blik mede op de toekomst richten en op basis van verhelderende en interessante analyses handvatten aanreiken om verantwoord beleid van ondernemingen te kunnen versterken met een specifieke gerichtheid op het functioneren van bestuur en toezicht.

Assink richt daarbij de blik primair op de verantwoordelijkheden van het bestuur en de raad van commissarissen ten opzichte van elkaar en ten opzichte van de aandeelhouders. In dat spanningsveld is de afgelopen jaren veel gebeurd zonder dat deze gebeurtenissen noodzakelijkerwijze altijd logisch samenhangen. Enerzijds is gedurende een periode sprake geweest van een sterke oriëntatie op het aandeelhoudersbelang maar evenzeer is in die periode het ongemak daarover toegenomen en toont de rechtspraak nu juist een aantal in het oog springende gevallen waarin de invloed van aandeelhouders weer werd geneutraliseerd (ik kan hier volstaan met het noemen van namen als Stork, ABN Amro en Asmi). Assink plaatst deze ontwikkelingen niet slechts mede in een internationale context, maar schuwt ook het betrekken van relevante inzichten uit de gedragswetenschappen niet. Uiteindelijk brengt hem dat tot de conclusie dat niet zozeer wijzigingen in de systematiek van het Nederlandse vennootschapsrecht geïndiceerd zijn, maar dat veeleer verbreding en verdieping van de gedragsnormen gewenst is. De suggesties die hij in dat verband aanreikt zullen juist ook in de praktijk van groot nut kunnen zijn.

Strik richt zich in haar preadvies specifiek op het risicomanagement. Dat leidt tot een veelomvattend en zeer interessant overzicht dat mijns inziens een leemte vult die in het Nederlandse ondernemingsrecht te lang heeft bestaan. Aan die leemte wordt nu door haar op indrukwekkende wijze invulling gegeven. Op basis van een ruime internationale oriëntatie geeft zij helder inzicht in bestaande opvattingen, regelingen en raamwerken (zoals het COSO en Turnbull kader) die gericht zijn op risicobeheersing. In het ver-

VOORWOORD

lengde daarvan scherpt zij ons denken over aansprakelijkheid en de in dat verband te hanteren normen waarbij ‘kritische faalfactoren’ en ‘risicobeheersingsfouten’ niet onbenoemd blijven. Dit alles loopt uit op belangrijke beschouwingen over en het aanreiken van uitgangspunten voor effectieve rapportagestructuren. Ten slotte gaat zij in op de vraag hoe rechters zich een oordeel zouden moeten vormen over de behoorlijkheid van het handelen van bestuur en commissarissen ter zake van risicobeheersing en hoe zich dit zou kunnen vertalen in aansprakelijkheidsoordelen. De beschouwingen die zij daaraan wijdt zullen in de rechterlijke praktijk zonder twijfel van groot nut blijken te zijn en dankbaar worden geraadpleegd, zowel door de advocatuur als de rechterlijke macht.

Op basis van deze preadviezen kan ook een boeiende en levendige jaarvergadering van de Vereeniging Handelsrecht tegemoet worden gezien. Ik hoop bij die gelegenheid velen van u te ontmoeten.

Harm-Jan de Kluiver
Voorzitter Vereeniging Handelsrecht

INHOUDSOPGAVE

DEEL I - FACETTEN VAN VERANTWOORDELIJKHEID IN HEDENDAAGS ONDERNEMINGSBESTUUR

Prof. mr. Bastiaan F. Assink

1.	Inleiding	5
1.1	Opzet	5
1.2	Terminologie	7
2.	Luik I: Hoofdontwikkelingen in het maatschappelijk debat over bestuur en toezicht binnen kapitaalvennootschappen	15
2.1	Factor 1: Tendens naar versterking van de aandeelhouderspositie in het Nederlandse model van ondernemingsbestuur	17
2.2	Factor 2: Het tij keert, richting omgekeerde herijking van de aandeelhouderspositie	30
2.3	Factor 3: Naar een beter faciliterend en daarmee beter concurrerend Nederlands ondernemingsrecht	51
3.	Luik II: Actuele punten van aandacht omtrent ondernemingsbestuur uitgelicht binnen de drieslag (i) taakopdracht, (ii) eisen van verantwoord gedrag en (iii) afleggen van verantwoording	59
3.1	Taakopdracht	59
3.1.1	Het bestuur	60
3.1.2	De raad van commissarissen	65
3.1.3	De algemene vergadering	71
3.2	Eisen van verantwoord gedrag	74
3.2.1	Bestuurders	81
3.2.2	Commissarissen	93
3.2.3	Aandeelhouders	106
3.3	Afleggen van verantwoording	113
3.3.1	Door het bestuur aan de raad van commissarissen	113
3.3.2	Door het bestuur en de raad van commissarissen aan de algemene vergadering	115

3.3.3	Door de ondernemer aan de Ondernemingskamer	123
4.	Luik III: Monisme <i>versus</i> dualisme en het toenemende belang van gedragswetenschappen voor het ondernemingsrecht	137
4.1	De portee van het wetsvoorstel	137
4.2	Enkele juridische kanttekeningen in het licht van de drieslag	139
4.3	Relevante inzichten uit de gedragswetenschappen	149
5.	Terug naar het begin	168

DEEL II – AANSPRAKELIJKHEID VOOR FALEND RISICO-MANAGEMENT

Mr. drs. Daniella A.M.H.W. Strik

1.	Inleiding	201
2.	Algemene gedachten over risico en risicobeheersing	206
2.1	Over risicofilosofie	206
2.2	De ontwikkeling van het risicobeheersingsconcept	208
3.	Relevant juridisch kader voor risicobeheersing	210
3.1	Specifieke voorschriften in het Burgerlijk Wetboek en de Nederlandse Corporate Governance Code	210
3.2	Wft en Besluit prudentiële regels Wft	214
3.3	Relevantie van emerging best practices	217
3.4	Interne richtlijnen en externe toezeggingen	218
3.5	Een korte rechtsvergelijking	221
3.5.1	Verenigde Staten	221
3.5.2	Engeland	224
3.6	Tot slot	226
4.	Verschillende kernonderdelen van risicobeheersing in de praktijk en verantwoordelijkheden	227
4.1	Het opzetten van het risicobeheersingssysteem	228
4.2	Bepalen van risk appetite en doelstellingen	230
4.3	Het ontwikkelen van effectieve rapportagestructuren	235
4.4	Risicoanalyse en beoordeling	239
4.5	Controleren of activiteiten onderneming voldoen aan risico-profiel en gestelde doelen	241

4.6	Reactie op feitelijke verwezenlijking risico's	242
4.7	Het gezag van de risicobeheersingsfunctie binnen de organisatie	243
4.8	Uitvoering ERM door niet-bestuurders	245
5.	Risicobeheersingsfouten en aansprakelijkheid	245
5.1	Aansprakelijkheidsregels als middel voor risicoallocatie	245
5.2	Over ondernemen en beperkingen aan risicobeheersing: kritische faalfactoren voor bestuursbeslissingen	251
5.3	Indeling categorieën risicobeheersingsfouten	260
5.4	Geconstateerde gebreken in risicobeheersingssystemen van banken	266
6.	Prelude: aansprakelijkheid voor falend risicomanagement in de Verenigde Staten en Engeland	269
6.1	Verenigde Staten	269
6.2	Engeland	276
6.3	Conclusie	277
7.	Aansprakelijkheidsgronden	277
7.1	Interne aansprakelijkheid – art. 2:9 BW	278
7.1.1	Behoorlijke taakvervulling door het bestuur	279
7.1.2	Behoorlijke taakvervulling door de raad van commissarissen	320
7.2	Aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving – art. 2:139 BW en art. 2:150 BW	324
7.3	Aansprakelijkheid uit hoofde van onrechtmatige daad – art. 6:162 BW	329
8.	Algemene verweren van het bestuur en de raad van commissarissen	331
8.1	Het perfect storm-verweer	331
8.2	Dwaling ten aanzien van effectiviteit best practice risicoanalyse- methoden	335
9.	Verweren van individuele functionarissen	337
9.1	Belang moment aan- en aftreden bestuurder	337
9.2	Disculpatie bij art. 2:139/150 BW, invulling door art. 2:9 BW?	341
9.3	Belang en reikwijdte taakverdeling	345
9.3.1	Taakverdeling bij art. 2:139/150 BW	349
9.3.2	Taakverdeling onder het huidige art. 2:9 BW	349
9.3.3	De positie van bestuurders onder art. 2:9 BW volgens het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht	354

ASSINK/STRIK

9.3.4	Bezwaren tegen het punitatieve effect van art. 2:9 BW (oud en nieuw)	361
9.3.5	Een voorstel voor een alternatieve tekst voor art. 2:9 BW	363
10.	Beantwoording van de onderzoeksvraag	367

DEEL I - FACETTEN VAN VERANTWOORDELIJKHEID IN HEDENDAAGS ONDERNEMINGSBESTUUR

De triade taakopdracht, eisen van verantwoord gedrag en afleg-
gen van verantwoording nader bezien

Prof. mr. Bastiaan F. Assink*

‘Op momenten dat grote veranderingen plaatsvinden, moet je niet probe-
ren om mee te gaan in die veranderingen, want dan verlies je de vastig-
heid op dat moment. Dat laat onverlet dat wij in het licht van die veran-
deringen voortdurend moeten bezien op welke wijze een evenwichtig
ondernemingsbestuur kan worden bevorderd.’¹

* Prof. mr. Bastiaan F. Assink is hoogleraar Ondernemingsrecht aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en advocaat te Amsterdam.

1 J.P.H. Donner in *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 27, p. 14.

INHOUDSOPGAVE

1.	Inleiding	5
1.1	Opzet	5
1.2	Terminologie	7
2.	Luik I: Hoofdontwikkelingen in het maatschappelijk debat over bestuur en toezicht binnen kapitaalvennootschappen	15
2.1	Factor 1: Tendens naar versterking van de aandeelhouderspositie in het Nederlandse model van ondernemingsbestuur	17
2.2	Factor 2: Het tij keert, richting omgekeerde herijking van de aandeelhouderspositie	30
2.3	Factor 3: Naar een beter faciliterend en daarmee beter concurrerend Nederlands ondernemingsrecht	51
3.	Luik II: Actuele punten van aandacht omtrent ondernemingsbestuur uitgelicht binnen de drieslag (i) taakopdracht, (ii) eisen van verantwoord gedrag en (iii) afleggen van verantwoording	59
3.1	Taakopdracht	59
3.1.1	Het bestuur	60
3.1.2	De raad van commissarissen	65
3.1.3	De algemene vergadering	71
3.2	Eisen van verantwoord gedrag	74
3.2.1	Bestuurders	81
3.2.2	Commissarissen	93
3.2.3	Aandeelhouders	106
3.3	Afleggen van verantwoording	113
3.3.1	Door het bestuur aan de raad van commissarissen	113
3.3.2	Door het bestuur en de raad van commissarissen aan de algemene vergadering	116
3.3.3	Door de ondernemer aan de Ondernemingskamer	123
4.	Luik III: Monisme <i>versus</i> dualisme en het toenemende belang van gedragswetenschappen voor het ondernemingsrecht	137

DEEL I

4.1	De portee van het wetsvoorstel	138
4.2	Enkele juridische kanttekeningen in het licht van de drieslag	139
4.3	Relevante inzichten uit de gedragswetenschappen	149
5.	Terug naar het begin	168

1. Inleiding

1.1 Opzet

Dit preadvies gaat in de kern over bestuur en toezicht binnen kapitaalvennootschappen. Iedere naamloze of besloten vennootschap kent, naast een bestuursorgaan, een tweede orgaan: de algemene vergadering van aandeelhouders. Met name grotere vennootschappen kennen ook een raad van commissarissen. Verplicht is dat orgaan niet, tenzij het structuurregime van toepassing is (art. 2:152/262 e.v. BW). Ik neem hierna tot uitgangspunt de vennootschap waarin (i) het bestuur de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming bestuurt (waaronder valt het bepalen van de strategie: de op hoofdlijnen vast te stellen visie en te maken keuzes voor een langere periode, die als uitgangspunt dienen voor de doelen en het beleid op de kortere termijn), (ii) de raad van commissarissen daarop toezicht houdt en (iii) de algemene vergadering haar opvattingen terzake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende bevoegdheden/rechten.

Een bekend duo uit het Nederlandse ondernemingsrecht is het begrippenpaar ‘verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid’ van actoren binnen de vennootschap, waarbij ik met name doel op bestuurders en commissarissen (een ander bekend duo). Rond 1900 zijn over dit duo diverse beschouwingen verschenen in de literatuur. Nadien ebde die aandacht weg. Een belangrijke impuls voor het opnieuw bestuderen van deze materie is geweest de dissertatie van Schut uit 1963, al duurde het vervolgens nog tot de jaren tachtig en negentig van de twintigste eeuw voordat de relevantie voor het ondernemingsrecht in de moderne literatuur aan bod is gekomen.² Een belangrijk jaartal in dat verband is 1994. Toen verscheen het handboek *Bestuur en toezicht* van de hand van Glasz, Beckman en Bos. Daarin werd dit begrippenpaar op verhelderende wijze uitgelicht en verduidelijkt dat verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid in de praktijk niet altijd even zuiver van elkaar werden onderscheiden.

Bijvoorbeeld in de volgende kernpassages: ‘Verantwoordelijk is men *voor* iets of iemand. Verantwoordelijkheid is verbonden aan een functie die een bepaalde taak met betrekking tot dat iets inhoudt of wijst op een zekere macht van opzicht over personen. (...) Verantwoordelijk is men voorts *tegenover* iets of iemand anders. Verantwoordelijkheid impliceert verantwoordingsplicht. Dat is

² Zie o.a. Opzoomer 1891, p. 323, Van der Heijden 1931, nr. 258, Knol 1936, p. 68 e.v., Schut 1963, p. 6-11, Glasz 1986, p. 83, Eykman 1986, p. 87, Van Schilfgaarde 1986, p. 83, Maeijer 1991, p. 3 en Van Solinge 1998, p. 38-42.

de gehoudenheid tot het afleggen van rekenschap. (...) De sanctie op de (soms schuldneutrale) verantwoordelijkheid is ten hoogste ontslag. Geen verhaalsmogelijkheid derhalve. (...) Voor (verhaals)aansprakelijkheid is schuld respectievelijk toerekening nodig. Er moet sprake zijn van een tekortkoming – normovertreding – die toerekenbaar is. Sanctie is hier verhaal op het persoonlijk vermogen. (...) Bestuurders en commissarissen kunnen dubbel worden getroffen. Eerst in hun functie(-uitoefening) met alle mogelijke publicitaire schade daaruit voortvloeiend. Vervolgens eventueel ook nog in hun vermogen.³

In de nadien verschenen literatuur ben ik niet bijzonder veel verwijzingen naar dit handboek tegengekomen. Het lijkt wat uit beeld te zijn geraakt. Dat is jammer, want het bevat vele interessante inzichten die tot op de dag van vandaag relevant zijn. Hoe dat ook zij, wat ik hier wil uitvergrooten is dat de begrippen ‘verantwoordelijkheid’ en ‘aansprakelijkheid’ – van functionarissen – in juridische zin wel verwant, maar niet onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn. Deze benadering, die tegenwoordig breed wordt onderschreven, is een fundament van het Nederlandse ondernemingsrecht.⁴

Zoals blijkt uit de titel richt dit deel van het preadvies zich primair op het eerste begrip uit het duo: ‘verantwoordelijkheid’, specifiek in het kader van het hedendaagse model van ondernemingsbestuur. De diverse facetten van verantwoordelijkheid, een veelzijdig thema, expliciteer ik in nr. 1.2. Ik schaats hierna met een brede slag, nu het Nederlandse ondernemingsrecht op veel relevante en verwante gebieden sterk in beweging is. Daarbij beoog ik (i) ontwikkelingen in kaart te brengen die nopen tot het opnieuw bezien van het bestaande model van ondernemingsbestuur, (ii) juridische en sociaal-psychologische knel-/aandachtspunten te benoemen en ontleden in de voorgestelde wijzigingen van het bestaande model en (iii) voorstellen te doen tot verfijning van het bestaande model. De analyse bestaat uit een triptiek, waarbij de drie luiken ieder weer uit drie onderdelen bestaan. Ik loop de elementen ervan langs.

³ Glasz/Beckman/Bos 1994, p. 6-13 (zonder voetnootverwijzingen).

⁴ Verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid zijn centrale noties in het Nederlandse ondernemingsrecht. Zie over het belang van dergelijke noties voor het greep krijgen op ‘de problematiek van het vennootschapsrecht’ Timmerman 2004b. Timmerman 2009a, p. 4-13 merkt dit fundament niet als een apart beginsel aan, maar het onderscheid klinkt wel door in het door hem als ‘opkomend’ aangemerkte beginsel dat ‘de rechter bij het toetsen van bestuurs-handelen niet op de stoel van het bestuur [mag] plaatsnemen’. Een ander onbenoemd kern-aspect is dat aandeelhouders wat betreft hun financiële aanspraken op de vennootschap een achtergestelde positie innemen ten opzichte van crediteuren. Zie o.a. art. 2:23b lid 1 BW. Deze achterstelling verklaart mede de leer omtrent afgeleide schade. Zie o.a. Kroeze 2004, p. 37 e.v. en de bekende lijn ingezet met HR 2 december 1994, *NJ* 1995, 288 (*Poot/ABP*).

- Het *eerste luik* vormt de opmaat naar het tweede en derde luik, waaraan het context verschaft. Daarin analyseer ik op welke wijze het maatschappelijk debat over bestuur en toezicht binnen vennootschappen de afgelopen vijftien jaar zo is ontwikkeld dat het zwaartepunt is komen te liggen bij de vraag, hoe een adequaat werkend model van ondernemingsbestuur er dient uit te zien (zie nr. 2.1-2.3).
- In het *tweede luik* belicht ik in onderlinge samenhang actuele vraagstukken van ondernemingsbestuur aan de hand van het begrip ‘verantwoordelijkheid’, uitgesplitst in de drieslag (i) taakopdracht, (ii) eisen van verantwoord gedrag en (iii) afleggen van verantwoording en bezien vanuit het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering c.q. aandeelhouders in het traditionele dualistische model van ondernemingsbestuur (zie nr. 3.1-3.3.3). De analyse is primair juridisch van aard, maar ik betrek daarbij ook inzichten uit de gedragswetenschappen (zie nr. 3.2.1).
- In het *derde luik* blik ik verder vooruit, door aspecten van deze drieslag te bezien in het licht van het monistische model van ondernemingsbestuur. Daarin kent de vennootschap een bestuursorgaan waarin zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders plaats hebben en waarnaast geen aparte raad van commissarissen als orgaan staat (zie nr. 4.1-4.2). Tot slot verken ik de monisme/dualisme dichotomie via de invalshoek van de gedragswetenschappen (zie nr. 4.3). Dit laatste aspect is in het derde luik wat zwaarder aangezet, maar heeft ook relevantie voor het dualistische model van ondernemingsbestuur zoals behandeld in het tweede luik.⁵

Mijn mede-adviseur zal in Deel II primair het tweede begrip uit het duo behandelen: ‘aansprakelijkheid’, specifiek bezien vanuit het thema ‘risicomanagement’ (zie over risicobeheer ook nr. 3.2.1-3.2.2).

1.2 Terminologie

Ik maak hier alvast enige terminologische opmerkingen over ‘verantwoordelijkheid’, een kameleonisch en overkoepelend begrip dat op diverse wijzen kan worden toegepast. Het werkt mijns inziens verhelderend om vanuit die centrale notie een onderscheid te maken in drie perspectieven (de ‘facetten’ uit de titel): (i) taakopdracht, (ii) eisen van verantwoord gedrag en (iii) afleggen van verantwoording. Dit is een triade.

⁵ Het manuscript is zo laat mogelijk afgesloten: op 15 september 2009. Met ontwikkelingen en publicaties tot en met die datum is rekening gehouden.

Met *taakopdracht* doel ik op al hetgeen in juridische zin tot de verwachte activiteiten/werkzaamheden van bepaalde actoren binnen de vennootschap behoort. Het gaat dan vooral om het bestuur/bestuurders en de raad van commissarissen/commissarissen, met als primaire juridische bronnen art. 2:129/239 BW en art. 2:140/250 BW; zie nader nr. 3.1.1-3.1.2 en nr. 3.2.1-3.2.2. Ik zeg primair, omdat er ook andere bronnen kunnen zijn dan Boek 2 BW. Het archetypische voorbeeld is de Nederlandse *corporate governance* code.⁶ Deze code bepaalt bijvoorbeeld in principe III.4 dat het mede tot de taak van de voorzitter van de raad van commissarissen behoort (i) de raad van commissarissen en zijn commissies goed te laten functioneren, (ii) als voornaamste aanspreekpunt op te treden jegens bestuurders en aandeelhouders over het functioneren van bestuurders en commissarissen en (iii) als voorzitter de algemene vergadering ordentelijk en efficiënt te laten verlopen. Die taak is niet in de wet te vinden. Een kernaspect van de taakopdracht is de verdeling van bevoegdheden tussen de organen binnen de vennootschap; het kunnen uitoefenen van een taak vereist immers het hebben van de bevoegdheid daartoe. Zo is het primair aan het bestuur, en niet de raad van commissarissen (laat staan de algemene vergadering), om ondernemingsbeleid in het belang van de vennootschap (en de daarmee verbonden onderneming) te voeren.⁷ Het Nederlandse ondernemingsrecht gaat bij een uit meerdere personen bestaand orgaan uit van het collectief, maar dit neemt niet weg – gelet ook op art. 2:9 BW – dat bepaalde bestuurders of commissarissen in praktische zin tot op zekere hoogte met bepaalde taken – en logischerwijs ook corresponderende bevoegdheden – belast kunnen worden. Er is dan sprake van een onderlinge taakverdeling, die de taakopdracht van individuele bestuurders reliëf geeft. Deze aanwending van het begrip ‘verantwoordelijkheid’ ziet op de allocatie van taken en daarmee corresponderende bevoegdheden binnen de vennootschap – tussen organen/leden van die organen – en heeft vooral een prospectief (toekomstgericht) karakter. Bestuurders en commissarissen dienen die verantwoordelijkheid te voelen (daarvan bewust te zijn) en te nemen (daarnaar te handelen).

Rust op de algemene vergadering c.q. aandeelhouders ook een taakopdracht? Het is, in het vigerende Nederlandse model van ondernemingsbestuur, naar mijn idee niet erg gebruikelijk om de materie in dergelijke termen te benaderen. Ik wijs erop dat Boek 2 BW het begrip ‘taak’ reserveert voor het bestuur/bestuurders en de raad van commissarissen/commissarissen: zie art. 2:9, 2:138/248, 2:140/250, 2:141/251, 2:142/252, 2:149/259, 2:154/264, 2:157-158/267-268 en 2:161/271 BW. Met de algemene vergadering c.q.

⁶ *Corporate Governance* Code 2008. Zie voor de ontstaansgeschiedenis van deze code nr. 2.1.

⁷ Zie o.a. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN Amro Holding*), r.o. 4.3.

aandeelhouders heeft dit wettelijke begrip niet van doen. Deze realiteit laat onverlet dat in bepaalde gevallen, ook in dat vigerende model, van de algemene vergadering wordt verwacht dat zij binnen de vennootschappelijke organisatie ‘in beweging komt’ en bevoegdheden/rechten uitoefent. Ik denk dan vooral aan gevallen waarin de nodige besluitvorming tot stand dient te worden gebracht met het oog op het functioneren van de vennootschap (en de daarmee verbonden onderneming), bijvoorbeeld omtrent vaststelling van de jaarrekening, in welk verband de algemene vergadering een centrale rol vervult (art. 2:101/210 lid 3 BW). Dat die verwachting bestaat wordt geïllustreerd door bestendige rechtspraak van de Ondernemingskamer in enquête-procedures (zie nr. 2.2), inhoudende dat een patstelling in de algemene vergadering die leidt tot het uitblijven van besluitvorming waardoor het functioneren van de vennootschap (en de daarmee verbonden onderneming) wordt belemmerd, kwalificeert als gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen in de zin van art. 2:350 BW.⁸ Daarnaast kan wat betreft aandeelhouders van beursvennootschappen gewezen worden op principe I van de Nederlandse *corporate governance* code, waaruit volgt dat zij geacht worden jaarlijks kennis te nemen en een beoordeling te maken van de door de vennootschap in het jaarverslag gegeven motivering van eventuele afwijkingen van de code. Men zou het voorgaande als *ad hoc* taken van de algemene vergadering c.q. aandeelhouders kunnen duiden, maar ik zou dat niet over één kam willen scheren met de aard van de doorlopende taakopdracht van het bestuur/bestuurders en de raad van commissarissen/commissarissen. Ik acht het zuiverder – ook gelet op het navolgende – het aldus te conceptualiseren dat, waar bij het bestuur/bestuurders en de raad van commissarissen/commissarissen de taakopdracht voorop staat en in dat kader bepaalde bevoegdheden toekomen aan deze gremia/functionarissen (en daarnaast ook plichten op hen rusten), bij de algemene vergadering c.q. aandeelhouders de toebedelings van bevoegdheden/rechten vooropstaat (zie nr. 2.1) en in bepaalde gevallen van hen wordt verwacht dat zij bepaalde activiteiten ontplooiën.

Onder de *eisen van verantwoord gedrag* versta ik de rechtens relevante gedragsnormen waaraan bestuurders en commissarissen zich te houden hebben bij het uitoefenen van hun taak: de concrete normen van verantwoord bestuur en toezicht. Met gedragsnormen doel ik op specifieke subnormen gericht aan bestuurders en commissarissen, die primair voortvloeien uit wet, statuten en ongeschreven recht en een richtlijn bevatten voor de wijze waarop bestuurders en commissarissen zich in bepaalde gevallen dienen te gedragen. Welke concrete eisen van verantwoord gedrag gelden dient per geval te worden vastgesteld. De essentie van dergelijk verantwoord gedrag is dat

⁸ Zie Assink 2007, nr. 27.b.

deze functionarissen (i) de vennootschap daadwerkelijk besturen c.q. daarop daadwerkelijk toezicht houden (en dus hun taak niet onvervuld laten) en (ii) bij hun taakvervulling binnen de grenzen van hun bevoegdheden opereren, die bevoegdheden – binnen die grenzen – op een deugdelijke wijze aanwenden ter bevordering van het belang van de vennootschap (en de daarmee verbonden onderneming) en ook overigens aan de voor hen geldende plichten voldoen. Ik kom hierop terug in nr. 3.2-3.2.2. Hierbij speelt een rol dat van deze functionarissen in het kader van hun taakuitoefening niet alleen wordt verwacht dat zij het belang van de vennootschap niet tekort doen – dat zij de vennootschap niet ‘verraden’ – door persoonlijke belangen te laten prevaleeren (de ‘negatieve’ component), maar ook dat zij daarbuiten trachten het belang van de vennootschap actief te dienen en te bevorderen (de ‘positieve’ component). Dit is inherent aan de taakopdracht, waarbij past dat bestuurders en commissarissen – gelet op hun machts- en vertrouwenspositie binnen de vennootschap – in een fiduciaire verhouding tot de vennootschap staan. Voor aandeelhouders gaat dit niet helemaal op. Een vergelijkbare taakopdracht of fiduciaire verhouding met de vennootschap bestaat hier mijns inziens normaliter niet. Aandeelhouders mogen in beginsel dan ook hun eigen (rendements)belang tot richtsnoer nemen, waarbij geldt dat aan de aandeelhouders in het hen verleende stemrecht niet een recht in het belang van anderen is toevertrouwd, maar een eigen recht is gegeven om persoonlijke belangen in de vennootschap te dienen (zodat het de aandeelhouder in beginsel vrijstaat het stemrecht op zodanige wijze uit te oefenen als hij daartoe dienstig oordeelt),⁹ met dien verstande dat ook zij zich uiteindelijk dienen te gedragen naar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid als bedoeld in art. 2:8 BW.¹⁰ De wijze waarop aandeelhouders zich dienen te gedragen binnen de vennootschap is daardoor minder strikt genormeerd. Toch kunnen ook voor aandeelhouders nader bepaalde eisen van verantwoord gedrag gelden, in de zin van concrete normen van verantwoord aandeelhouderschap.¹¹ Aandeelhouders hebben dus ook weer geen vrij

⁹ Aldus de welbekende trits HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473, HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 en HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 465. Als verouderd zou ik deze trits niet willen afdoen, gelet op de ingebouwde clausulering (‘in beginsel’). Voor bepaalde (institutionele) aandeelhouders geldt dat zij zich uiteindelijk vooral moeten laten leiden door de belangen van hun achterliggende begunstigden of beleggers. Zie principe IV.4 van de *Corporate Governance Code* 2008.

¹⁰ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 29, p. 6.

¹¹ Die in de praktijk niet heel scherp zijn te onderscheiden van de normen van maatschappelijke zorgvuldigheid (zie A-G Bakels in nr. 2.6 voor HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 181 (*VIBA*) en HR 17 mei 1991, *NJ* 1991, 645 (*Lampe/Tonnema*), r.o. 3.2) en kunnen worden gekleurd door contractuele arrangementen, niet in de laatste plaats *joint-venture* achtige verbanden (zie o.a. OK 20 mei 1999, *JOR* 1999/72 (*Versatel Telecom International*)), in welk geval het niet in de rede ligt dat het zojuist geformuleerde uitgangspunt onverkort van kracht blijft.

spel.¹² Het gaat er dan vooral om dat aandeelhouders de hen via de algemene vergadering of individueel toekomende bevoegdheden/(stem)rechten niet op ontoelaatbare wijze uitoefenen en overigens aan de op hen rustende plichten voldoen. Ik diep dit uit in nr. 3.2.3 en 3.3.2. Het begrip ‘verantwoordelijkheid’ op deze manier aangewend betreft dus de wijze waarop actoren binnen de vennootschap zich, in hun specifieke hoedanigheid (en waar relevant in het kader van een taakopdracht), dienen te gedragen. Ik wijs hier ter illustratie op principe IV.4 van de Nederlandse *corporate governance* code, waarin onder het kopje ‘Verantwoordelijkheid van aandeelhouders’ wordt gestipuleerd dat zij ‘zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun medeaandeelhouders [gedragen] naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid’, waaronder ook valt de bereidheid om een dialoog met de vennootschap en medeaandeelhouders aan te gaan. Om een taakopdracht als hiervoor uiteengezet gaat het hier niet. Dit verduidelijkt dat een taakopdracht, zoals die voor het bestuur/bestuurders en de raad van commissarissen/commissarissen geldt, geen bestaansvoorwaarde is voor eisen van verantwoord gedrag.

Het begrip ‘verantwoordelijkheid’ heeft, naast een prospectief element, ook een retrospectief (verleden gericht) element; namelijk daar waar de aanwending van het begrip ziet op de toedeling aan het bestuur/bestuurders en de raad van commissarissen/commissarissen van de mate waarin zij er formeel op aan te spreken zijn dat bepaalde feiten/ontwikkelingen zich hebben voorgedaan, zoals aspecten van het gevoerde beleid of een zekere gang van zaken (waaronder bepaalde gedragingen van bepaalde personen). Die toedeling houdt verband en valt in de regel samen met de taakopdracht, waarbij overigens aantekening verdient dat – bij een meerhoofdig orgaan – een onderlinge taakverdeling tussen bestuurders of commissarissen de retrospectieve verantwoordelijkheid van het orgaan als collectief in beginsel onverlet laat. Men kan aldus ook functioneel de verantwoordelijkheid dragen voor bijvoorbeeld slechte resultaten van het gevoerde ondernemingsbeleid of misstanden binnen de vennootschap (althans de daarmee verbonden onderneming) bestaande uit gedragingen van derden, waarbij de mate waarin de aanspreekbare functionaris daarin persoonlijk de hand heeft gehad niet maatgevend is. Met deze verantwoordelijkheid is niet gegeven dat eisen van verantwoord gedrag zijn geschonden. Dat is in mijn optiek een andere, want primair juridische kwestie. Deze vorm van verantwoordelijkheid dient dan ook te worden onderscheiden van verantwoordelijkheid van functionarissen

¹² Illustratief is Willems 2007: ‘De aandeelhouder mag niet de belangen van anderen aan zijn laars lappen. Vroeger dacht men dat de aandeelhouder slechts met zijn eigen belang rekening heeft te houden. Maar dat is dus niet meer zo.’

voor juridische diskwalificaties van gevoerd beleid of een gang van zaken, zoals de enquêterechtelijke begrippen ‘onjuist beleid’ (art. 2:354 BW) en ‘wanbeleid’ (art. 2:355 lid 1 BW). Daarbij draait het juist wel om de persoonlijke betrokkenheid van de functionaris in kwestie, waarbij bovendien tussenkomst van een rechter vereist is en die diskwalificaties de vaststelling van rehtens ontoelaatbaar gedrag vereisen. Ik licht de portee van het enquêterecht toe in nr. 2.2. Wel valt hier een brug te slaan met het *afleggen van verantwoording*, het derde element van de drieslag. Inherent aan het dragen van retrospectieve verantwoordelijkheid is dat de drager ter verantwoording kan worden geroepen, in die zin dat deze rekenschap en verantwoording dient af te leggen (tekst en uitleg dient te verschaffen) over diens taakuitoefening (met name de financiële aspecten en het gevoerde beleid), waarbij degene aan wie verantwoording wordt afgelegd die taakuitoefening beoordeelt.¹³ De maatschappelijke roep om het afleggen van verantwoording neemt toe, zoveel is wel duidelijk.¹⁴ Onderscheid valt te maken in *interne verantwoording* en *externe verantwoording*.

Intern dienen bestuurders en commissarissen zich – bij een meerhoofdig orgaan – binnen het orgaan individueel te verantwoorden tegenover de overige bestuurders en commissarissen. Daarnaast dient het bestuur zich in ieder geval te verantwoorden tegenover zowel de raad van commissarissen (indien aanwezig) als de algemene vergadering als orgaan, niet zozeer aan aandeelhouders (wat alleen zin heeft als een scheiding bestaat tussen bestuur en algemene vergadering, hetgeen bij een eenpersoonsvennootschap niet het geval is). De raad van commissarissen, zelf toezichthouder op het bestuur, dient zich eveneens te verantwoorden tegenover de algemene vergadering.¹⁵ Bovendien volgt uit rechtspraak dat, hoezeer het bestuur berust bij de bestuurders gezamenlijk, iedere bestuurder afzonderlijk voor zijn aandeel in het bestuur en dus in dit beleid ‘verantwoordelijk’ is tegenover de algemene vergadering.¹⁶ Hetzelfde zal gelden voor commissarissen. De verantwoording aan de algemene vergadering vindt – althans dat is het uitgangspunt – in ieder geval jaarlijks plaats in het kader van de vaststelling door dit orgaan

¹³ Zie voor de vereffenaar art. 2:23b BW.

¹⁴ Zie Assink 2007, p. 43 met verwijzingen.

¹⁵ Zie o.a. *Kamerstukken II* 1969/70, 10 751, nr. 3, p. 7-8, nr. 10, p. 2, 11 en *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 1.

¹⁶ HR 4 december 1992, *NJ* 1993, 271 (*Meijers/Mast Holding*), r.o. 3.2. *Kamerstukken II* 2002/03, 28 179, nr. 31, p. 6 nuanceert dat door te stellen dat gelet op ‘het beginsel van collectieve verantwoordelijkheid van het bestuur aandeelhouders (...) zelden goed zicht [hebben] op het functioneren van de individuele bestuurder.’ Zie ook HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN Amro Holding*), r.o. 4.3 (over het afleggen van ‘verantwoording’ door het bestuur aan de algemene vergadering over zijn beleid, mijns inziens een zuiverder formulering) en principes I, II.1 en III.1 van de *Corporate Governance Code* 2008. Ik laat de rol van de ondernemingsraad buiten beschouwing.

van de jaarrekening (zie o.a. art. 2:101/210 BW).¹⁷ Het gaat dan om gevoerd beleid. Het is ook denkbaar dat het bestuur verantwoording verschuldigd is aan de algemene vergadering voor te voeren beleid. Ik denk dan vooral aan gevallen waarin de algemene vergadering gevraagd wordt goedkeuring te verlenen – op basis van de wet (met name art. 2:107a BW c.q. art. 2:217 lid 1 BW) en/of de statuten – aan een voorgenomen transactie. Tussen deze organen bestaat aldus een verantwoordingsrelatie; interne verantwoording dóór de algemene vergadering aan het bestuur of de raad van commissarissen is niet ondenkbaar, maar de nadruk ligt in de regel op de omgekeerde route. Deze verantwoording kan op kritiek of zelfs afkeuring stuiten, resulteren in slechte publiciteit en in het uiterste geval leiden tot sancties, zoals het niet verlenen van kwijting (*decharge*, ontslag van aansprakelijkheid jegens de vennootschap) en/of schorsing c.q. ontslag. Hoewel de wet dit niet met zoveel woorden bepaalt ligt deze verantwoordingsgedachte wel besloten in de systematiek ervan, nu de wet ervan uitgaat dat het bestuur het vertrouwen moet genieten van de raad van commissarissen¹⁸ (indien aanwezig) én de algemene vergadering en dat de raad van commissarissen het vertrouwen moet genieten van de algemene vergadering. Ik wijs op art. 2:134/244 BW en art. 2:144/254 BW.¹⁹ Bij een structuurvennootschap staat voor de algemene vergadering slechts de weg van ontslag van de raad van commissarissen open op de voet van art. 2:161a/271a BW. De verantwoordingsrelatie tussen bestuur en raad van commissarissen geldt dan in versterkte mate, zoals ook tot uiting komt in art. 2:164/274 BW. Bovendien is transparantie een vereiste voor het adequaat kunnen afleggen van verantwoording. Transparantie impliceert de tijdige verschaffing van juiste en volledige informatie, voor zover relevant. En over informatieverschaffing bevat de wet diverse bepalingen.²⁰ Zoals de in art. 2:141/251 BW neergelegde plicht van het bestuur de raad van commissarissen tijdig de daar bedoelde gegevens te verschaffen en de in art. 2:107/217 lid 2 BW neergelegde plicht van het bestuur en de raad van commissarissen alle door de algemene vergadering verlangde inlichtingen te verschaffen (tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet). Waar art. 2:107/217 lid 2 BW het initiatief bij de algemene vergadering legt en geheel onbepaald laat welke inlichtingen verschaft dienen te worden, lijkt art. 2:141/251 BW het initia-

¹⁷ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 14. Voor een grondige beschouwing zie Beckman 2007, p. 5-30, die juist het belang van het bestuurs- en commissarissenverslag als verantwoordingsmiddel benadrukt.

¹⁸ Andersom geldt dit niet onverkort. Zie OK 4 augustus 2005, *JOR* 2005/269 (*NIBO*), r.o. 2.6.

¹⁹ Zie o.a. HR 13 november 1992, *NJ* 1993, 265 (*Levison/MAB Groep*), r.o. 3.6 en de *Corporate Governance Code* 2008, p. 7 (preambule nr. 8).

²⁰ Een overzicht van relevante wettelijke bepalingen biedt De Monchy 2009, p. 43-52.

tief meer bij het bestuur te leggen en verduidelijkt het tweede lid welke informatie in ieder geval jaarlijks en schriftelijk moet worden verschaft. Ik wijs ook op de jaarrekening, die een balans en winst- en verliesrekening met toelichting over het verstreken boekjaar bevat en waarin het gevoerde beleid aan de orde wordt gesteld, en op art. 2:117/227 lid 4 BW. Informatie is niet alleen van belang in het verantwoordingsproces. Deugdelijke besluitvorming, bijvoorbeeld door het bestuur omtrent het te voeren ondernemingsbeleid, is mede afhankelijk van de mate van geïnformeerdheid en doordachttheid ervan (zie nr. 3.2.1).

Extern dienen het bestuur en de raad van commissarissen zich eventueel te – kunnen – verantwoorden tegenover de rechter, en daarmee indirect tegenover de partij die de procedure aanhangig heeft gemaakt.²¹ De nadruk ligt daarbij sterk op het reeds genoemde recht van enquête, maar het kan ook spelen in aansprakelijkheidsprocedures. Vergelijkbare externe verantwoording door de algemene vergadering tegenover de rechter komt wat minder voor, al worden gedragingen van de algemene vergadering en van aandeelhouders in rechte wel degelijk getoetst.²² Bij externe verantwoording speelt veel nadrukkelijker de vraag hoe bepaalde gedragingen *juridisch* gekwalificeerd kunnen worden; bijvoorbeeld als strijdig met de redelijkheid en billijkheid (art. 2:8 BW), onbehoorlijk (art. 2:9 BW), kennelijk onbehoorlijk (art. 2:138/248 BW), strijdig met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap/wanbeleid (art. 2:355 BW) of onrechtmatig (art. 6:162 BW).

De kapitaalstructuur van de vennootschap zal doorgaans van invloed zijn op de modaliteiten van bijvoorbeeld de wijze waarop intern verantwoording wordt afgelegd door bestuurders en commissarissen. Naarmate de aandeelhouders zich minder met het beleid bemoeien, waarvan bij een beursvennootschap eerder sprake zal zijn dan bij besloten verhoudingen, neemt het belang van een intensiever verantwoordingsproces – tijdens de jaarlijkse algemene vergadering – toe. Ik differentieer hierna niet telkens tussen de denkbare structuren, maar teken hier aan dat dit een relevante factor is (al laat dit mijns inziens de hoofdlijnen van de drieslag onverlet) en leg de nadruk hierna minder op besloten verbanden.

²¹ Zie o.a. Mok 2006, p. 407-415. Ik laat de rol van externe toezichthouders (zoals de AFM en DNB) en andere relevante derden (zoals de financiële media, stemadviseurs en analisten) buiten beschouwing.

²² Illustratief is HR 9 juli 1990, *NJ* 1991, 51 (*Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis*), r.o. 3.3. Zie nader nr. 3.2.3.

2. **Luik I: Hoofdontwikkelingen in het maatschappelijk debat over bestuur en toezicht binnen kapitaalvennootschappen**

Ik maak de stap naar het eerste luik via het handboek *Bestuur en toezicht*. Het handboek besteedt terecht, royaal en op fundamentele wijze aandacht aan de begrippen ‘verantwoordelijkheid’ en ‘aansprakelijkheid’, gemeten naar de stand van zaken medio 1994. Inmiddels zijn we vijftien jaar verder. Het is mijn indruk dat, hoewel aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen tegenwoordig in de praktijk van alledag zonder enige twijfel nog steeds van groot belang is²³ en ook voortdurend in de belangstelling staat van de literatuur, dit aspect bepaald niet het zwaartepunt vormt van het maatschappelijk debat in Nederland over bestuur en toezicht binnen vennootschappen (inclusief regelgeving en voorstellen daartoe) die in de afgelopen vijftien jaar is gevoerd en voortgaat. Dát punt ligt mijns inziens in toenemende mate bij datgene waaraan het eerste aspect raakt, in wezen: hoe ziet een evenwichtig en modern model van ondernemingsbestuur – of in het Engels: *corporate governance* – eruit? Daarbij speelt het begrip ‘verantwoordelijkheid’ juist een centrale rol, omdat deze vraag mede ziet op de taak- en bevoegdhedenverdeling binnen de vennootschap en de wijze waarop degenen die institutioneel bij de vennootschap zijn betrokken zich dienen te gedragen. Het gaat dan vooral om bestuurders, commissarissen en aandeelhouders. Hoe is het zo gekomen dat deze vraag sinds de eerste helft van de jaren negentig van de twintigste eeuw steeds meer op de voorgrond is komen te staan? Ik signaleer in vogelvlucht drie hoofdfactoren die hebben bijgedragen aan deze ontwikkeling van het maatschappelijk debat. *Ten eerste* de versteviging van de aandeelhouderspositie in het Nederlandse model van ondernemingsbestuur, die is ingezet in het midden van de jaren negentig van de twintigste eeuw en heeft geleid tot daarop toegesneden wetgeving en gedragscodes. *Ten tweede* de toegenomen intensivering van geschillen binnen de vennootschap sinds het begin van de eenentwintigste eeuw en de rol van het enquêterecht daarbij, inmiddels resulterend in heroverweging van voornoemde aandeelhouderspositie. *Ten derde* de aan het begin van de eenentwintigste eeuw ingezette fundamentele herziening van kernonderdelen van het Nederlandse ondernemingsrecht.

²³ Zie reeds rechtspraak van de Hoge Raad omtrent art. 2:9 BW, art. 2:138/248 BW en art. 6:162 BW (waaronder recent HR 11 september 2009, *LJN* BH4033 (*ComSystems/Van den End q.q.*) en HR 26 juni 2009, *LJN* BI0468 (*X./Eurocommerce Holding*)), waarover recent o.a. Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 440-470 en Borrius 2009, p. 83-113. Het aansprakelijkheidsrecht omtrent bestuur en toezicht ontwikkelt zich sinds de jaren tachtig van de twintigste eeuw – toen o.a. de in art. 2:138/248 BW vervatte regeling is ingevoerd om misbruik van rechtspersonen tegen te gaan – vrijwel uitsluitend in de rechtspraak.

Ik plaats hierbij alvast vier algemene kanttekeningen. *De eerste* kanttekening is dat het hier een onderwerp betreft dat echt van maatschappelijk belang is. Door vennootschappen gedreven ondernemingen hebben een belangrijke invloed op onze samenleving. Zij bieden, mede door de eigen rechtspersoonlijkheid en de daarmee samenhangende aansprakelijkheidsbeperkingen voor functionarissen en aandeelhouders die de wet mogelijk maakt, een aantrekkelijk vehikel voor ondernemerschap – met in theorie een oneindige levensduur – dat de potentie heeft om over een langere periode kapitaal op risicovolle maar potentieel (sterk) waardevermeerderende wijze aan te wenden. Ten behoeve van de aandeelhouders (dividend en waardevermeerdering van het aandelenbelang), maar ook van een bredere kring aan betrokkenen; succesvolle ondernemingen produceren goederen en leveren diensten waaraan behoefte bestaat (klanten), nemen die zelf ook af (toeleveranciers), verschaffen werkgelegenheid (werknemers) en betalen belastingen (samenleving). De functionaliteit van de rechtspersoonlijkheid is sterk afhankelijk van de wijze waarop het model van ondernemingsbestuur is ingericht. De reden dat daarin vooral een zekere mate van wettelijk (Boek 2 BW) verankerde zeggenschap wordt toegekend aan *aandeelhouders* is tweeledig:

- (a) omdat zij op voorhand niet weten of, en zo ja in welke mate, zij een vergoeding zullen ontvangen voor hun ‘inbreng’ van risicodragend kapitaal; en
- (b) omdat hun positie in de regel niet (mede) wordt gereguleerd/beschermde via bijvoorbeeld contractuele arrangementen.

De tweede kanttekening is dat bij beantwoording van voornoemde vraag aansprakelijkheidsaspecten geen noemenswaardige rol spelen. Het bevorderen van een wenselijk geacht model van ondernemingsbestuur loopt niet primair via die band, waarbij het in wezen gaat om de ‘achteraf’ allocatievraag voor wiens rekening bepaalde schadeposten moeten komen. Daarmee is niet uitgesloten dat de vrees bij bestuurders en commissarissen voor bijvoorbeeld reputatieverlies (bijvoorbeeld als gevolg van betrokkenheid bij enquêteprocedures, waarin mogelijk verantwoordelijkheid voor wanbeleid wordt vastgesteld; zie nr. 2.2) of zelfs aansprakelijkheid op negatieve wijze van invloed kan zijn op het gedrag van deze actoren binnen de vennootschap; een voortdurend punt van aandacht.²⁴ *De derde* kanttekening is dat het streven naar een modern ondernemingsrecht geen onbekend fenomeen is, maar een terugkerend patroon kent met telkens nieuwe variaties. Ik wijs ter illustratie,

²⁴ Zie o.a. Assink 2007 en Kroeze 2005b.

naast de herziening van het Nederlandse ondernemingsrecht in de jaren twintig van de twintigste eeuw, op de ontwikkelingen in de jaren zeventig van de twintigste eeuw, zoals (i) de vernieuwing van het enquêterecht en het jaarrekeningrecht en (ii) de introductie van de besloten vennootschap en het structuurregime.²⁵ Dit is geen ‘eindig’ proces, maar een eeuwige zoektocht; de wens om welvaart te bevorderen is geen tijdelijk verschijnsel en er zal altijd wel iets te vernieuwen zijn. Het huidige ondernemingsrecht en daarbinnen het vigerende model van ondernemingsbestuur is sterk in beweging, door diverse omstandigheden (zie nr. 2.1-2.3). *De vierde* kanttekening is dat internationale ontwikkelingen daarbij een steeds belangrijkere rol gaan spelen. Dat element loopt als een rode draad door de navolgende factoren heen. Het is niet goed meer mogelijk een fundamentele discussie te voeren over de wijze waarop het Nederlandse model van ondernemingsbestuur op hoofdlijnen dient te worden ingericht, zonder oog te hebben voor de internationale context. Vanwege de beschikbare ruimte beperk ik mij hierna tot het, waar relevant, vervlechten van beknopte verwijzingen naar het ondernemingsrecht van het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten.²⁶

2.1 *Factor 1: Tendens naar versterking van de aandeelhouderspositie in het Nederlandse model van ondernemingsbestuur*

In het Nederlandse ondernemingsrecht is het bestuur, en niet de algemene vergadering, belast met het besturen van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming (zie verder nr. 3.1.1). Met name bij grotere vennootschappen, met veel (passieve) aandeelhouders en uiteenlopende deelbelangen, waarborgt deze verdeling van zeggenschap normaliter een efficiënte aansturing van het ondernemingsbeleid. Wel komt aan de algemene vergadering, die iedere vennootschap kent (hetgeen bijvoorbeeld niet voor de ondernemingsraad geldt), traditioneel een reeks aan specifieke en in hoge

²⁵ Een mooi overzicht bieden Raaijmakers/De Ridder 1996, p. 56-66, beginnend in de zeventiende eeuw (de VOC) en doorlopend via de achttiende en negentiende eeuw (waarin bestuur en raad van commissarissen optraden als lasthebbers van de aandeelhouders) naar het begin van de twintigste eeuw (waarin vennootschappen zich actief gingen beschermen tegen vijandige overnames en de idee van de algemene vergadering als ‘hoogste macht’ minder ingang vond) en de na-oorlogse jaren (waarin de aandacht voor overleg en de factor arbeid toenam, mede tot uiting komend in de WOR, de SER en de Structuurwet). Zie voor enkele (inter)nationale historische vergezichten Beckman 2007, p. 9-11, Cools 2005a, p. 8-13 en Wildenberg/Zwetsloot 1994.

²⁶ Lees: vooral Delaware, nu onder meer het ondernemingsrecht in de VS in hoofdzaak niet op federaal niveau, maar op deelstatelijk niveau vorm en inhoud krijgt, waarbij deze deelstaat zonder twijfel de leidende positie inneemt. Zie Assink 2007, hfdst. I-IV.

mate dwingendrechtelijke bevoegdheden toe.²⁷ Daarnaast hebben aandeelhouders bepaalde, soms geclausuleerde, rechten.²⁸ Daarmee wordt gewaarborgd dat er een zekere machtsbalans behouden blijft binnen de vennootschap tussen enerzijds het bestuur en anderzijds de verschaffers van risicodragend kapitaal, mede bij gewichtige aangelegenheden die de positie van de aandeelhouders raken.²⁹ Dit betekent niet dat sprake is van een vennootschappelijke ‘democratie’. Het bestuur is op zich niet verplicht een koers te varen die de meerderheid van de aandeelhouders voorstaat of in dat verband specifieke instructies op te volgen; dat verhoudt zich niet met diens taakopdracht (zie nr. 1.2 en 3.1.1). Bij gebreke aan een wettelijke of statutaire grondslag is het bestuur in beginsel ook niet afhankelijk van goedkeuring van de algemene vergadering en hoeft het in beginsel ook geen beleid ter consultatie aan haar voor te leggen. Iets anders is intussen dat zich in de praktijk niet goed laat indenken dat de visie van een meerderheid van, of zelfs de, aandeelhouders consequent en langdurig wordt genegeerd. Aandeelhouders, die ook niet de ‘eigenaar’ van de vennootschap zijn, kunnen hooguit *indirect* invloed uitoefenen op het ondernemingsbeleid door (i) het bestuur te overreden een andere koers te varen (een instructierecht heeft de algemene vergadering niet, afgezien van art. 2:129/239 lid 4 BW), (ii) bestuurders te vervangen (ontslag), (iii) vereiste goedkeuring niet te verlenen (de uitzondering op de regel) of (iv) te trachten de rechter te laten interveniëren (wat uitzondering op de regel moet zijn).³⁰ Daarnaast kunnen ze

²⁷ Zie thans in Boek 2 BW, naast art. 2:107/217 lid 1 BW, met name: (a) voor benoeming/ontslag van bestuurders/commissarissen art. 2:134/244, 2:142/252, 2:158/268 en 2:161a/271a BW; (b) voor aflegging van verantwoording door bestuur en raad van commissarissen art. 2:101/210 lid 3-6, 2:105/216, 2:107/217 lid 2, 2:119, 2:362 lid 7, 2:391 lid 1 en 2:393 lid 2 BW; (c) voor bezoldiging van bestuurders en commissarissen art. 2:135/245, 2:145/255 en 2:383 BW; (d) voor de structuur van de vennootschap/onderneming art. 2:18, 2:19, 2:71/181, 2:96/206, 2:96a/206a, 2:98/207, 2:99-100/208-209, 2:107a, 2:121/231, 2:136/246, 2:146/256, 2:154/264 lid 4, 2:317, 2:330-331 en 2:334 BW; en (e) voor het openbaar bod bij de beursvennootschap art. 2:359b BW.

²⁸ Zie thans in Boek 2 BW met name: (a) voor uitkoop van minderheidsaandeelhouders art. 2:92a/201a BW en – bij de beursvennootschap na een openbaar bod – art. 2:359c BW; (b) voor bijeenroeping van de algemene vergadering art. 2:110/220 BW; (c) voor agendering van een of meer onderwerpen tijdens de algemene vergadering art. 2:114a/224a BW; (d) voor het indienen van een verzoek tot schadeloosstelling bij bezwaar tegen een fusiebesluit art. 2:333h BW; (e) voor het entameren van een enquêteprocedure art. 2:346 sub b BW; (f) voor het aanbieden – bij de beursvennootschap na een openbaar bod – van aandelen aan de meerderheidsaandeelhouder art. 2:359d BW; en (g) voor correctie van de jaarrekening art. 2:447-448 BW.

²⁹ Zie daarover uitvoerig Klaassen 2007, besproken in Assink 2009a, p. 43-50.

³⁰ Zie Assink 2009a, p. 43-44. Illustratief is dat HR 4 december 1992, *NJ* 1993, 271 (*Meijers/Mast Holding*), r.o. 3.3 rept over door de algemene vergadering ‘gewenst beleid’.

hun aandelen van de hand doen. Bovendien komt in de regel – behoudens besloten verhoudingen – aandeelhouders onderling niet evenveel zeggenschap toe, nu dit laatste doorgaans parallel loopt aan het veelal in omvang variërende aandelenbelang.

De huidige stand van zaken, niet in de laatste plaats die in beursvennootschappen, is het gevolg van een ontwikkeling die grofweg vijftien jaar geleden is ingezet, vanuit de gedachte dat de positie van kapitaalverschaffers in het Nederlandse model van ondernemingsbestuur versterking behoeft. Door de jaren heen, zo vanaf de eerste helft van de twintigste eeuw en met name ten opzichte van de negentiende eeuw, werd in de praktijk hun effectieve zeggenschap beknot, veelal ten gunste van bestuur en raad van commissarissen. Te denken valt daarbij, naast versterkte meerderheids- en/of quorumeisen voor besluitvorming door aandeelhouders in de algemene vergadering, aan zogeheten oligarchische regelingen die onvoorwaardelijk de bevoegdhedenuitoefening door de algemene vergadering kunnen beïnvloeden. Hierbij gaat het bijvoorbeeld om (i) de uitgifte van prioriteitsaandelen met bijzondere (zeggenschaps)rechten (zoals een vetorecht of het recht tot het doen van bindende voordrachten), (ii) beperking van het aantal door aandeelhouders uit te brengen stemmen en (iii) certificering van aandelen (waardoor het stemrecht wordt gescheiden van het kapitaalverschaffen). Een voorbeeld van een voorwaardelijk mechanisme is de toekenning door de vennootschap van een *call*-optie op preferente aandelen aan een bevriende rechtspersoon, veelal een stichting. Pas wanneer de stichting de optie uitoefent, en aldus – veelal bepalende – zeggenschap in de algemene vergadering verkrijgt, kan de samenstelling van de algemene vergadering en daarmee haar bevoegdhedenuitoefening worden beïnvloed.³¹ Deze ontwikkeling moet worden gezien vanuit de realiteit dat bij vooral beursgenoteerde vennootschappen het geplaatste aandelenkapitaal niet in handen was (en is) van een beperkt aantal aandeelhouders dat een controlerende positie innam, al deden (en doen) zich zeker ook uitzonderingen voor.³² Het gebruikelijke beeld bij dergelijke vennootschappen met een wijdverbreid aandeelhoudersbestand was (en is) dat de aandeelhouders met een betrekkelijk klein aandelenbelang doorgaans niet erg nauw betrokken waren bij de gang van zaken in de vennootschap, dat zich mede uitte in aandeelhoudersabsenteïsme op algemene vergaderingen. Met voornoemde beknotting werd tegengegaan dat een toevallige meerderheid in een algemene vergadering belangrijke besluiten kon

³¹ Zie bijvoorbeeld OK 13 mei 2009, *JOR* 2009/163 en OK 20 mei 2008, *JOR* 2008/158 (*ASM International*).

³² Zie bijvoorbeeld Heineken en TomTom International. Dat het aantal controlerende aandeelhouders in beursvennootschappen aan het begin van de eenentwintigste eeuw groter was volgt uit o.a. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 752, nr. 2, p. 5. Zie ook nr. 2.2.

nemen (die vooral in het belang van die aandeelhouders zijn). Daarbij kwam dat veel vennootschappen waarvan de aandelen frequent werden verhandeld, en dus met name beursvennootschappen, zich van oudsher wensten te beschermen tegen een – door bestuur en raad van commissarissen – ongewenste overname. De zeggenschap van aandeelhouders werd sinds 1971 in structuurvennootschappen verder beperkt, doordat daarin bepaalde kernbevoegdheden van de algemene vergadering – benoeming/schorsing/ontslag van bestuurders en vaststelling van de jaarrekening – werden overgeheveld naar de raad van commissarissen.³³

In de tweede helft van de jaren negentig van de twintigste eeuw groeide het besef dat de zeggenschap en de betrokkenheid van aandeelhouders dusdanig beperkt werden dat de rol van aandeelhouders en algemene vergadering in het model van ondernemingsbestuur dreigde te marginaliseren, waarmee ook de gewenste machtsbalans zoek was. Daarbij speelde mee dat door voortschrijdende technologische ontwikkelingen aandeelhouders steeds beter in staat zouden zijn op betrekkelijk laagdrempelige en geïnformeerde wijze te participeren in besluitvorming binnen de vennootschap.³⁴ Dit heeft geleid tot een zekere tegenbeweging, gericht op het ‘recht trekken’ van de verhoudingen tussen de vennootschappelijke organen door versterking van de aandeelhouderspositie. Er bestond een vrij breed gedragen overtuiging dat de algemene vergadering c.q. aandeelhouders weer meer te vertellen moest(en) krijgen, waarbij de nadruk lag op beursvennootschappen. Mede als gevolg daarvan is het onderscheid tussen beursvennootschappen en niet-beursvennootschappen (naamloze vennootschappen zonder beursnotering en besloten vennootschappen) toegenomen.³⁵ Een belangrijk eerste tegenwicht aan deze scheve verhoudingen is geboden in 1997 door het eindrapport ‘*Corporate Governance* in Nederland; De Veertig Aanbevelingen’ van de eerste Nederlandse Commissie *Corporate Governance*. Deze commissie werd ingesteld begin 1996. De taak van de commissie was te onderzoeken of de bestaande verhouding tussen bestuur, raad van commissarissen en algemene vergadering c.q. aandeelhouders binnen beursgenoteerde vennootschappen houdbaar was tegen de achtergrond van de internationalisering van de Nederlandse economie, mede gelet op de toenemende internationale aandacht voor de positie en invloed van aandeelhouders. Er was in die zin *momentum*. De commissie expliciteerde in de inleiding van het eindrapport

³³ Zie over de ontwikkeling van beschermingsmaatregelen in deze periode Steins Bisschop 2008, p. 13-15.

³⁴ Zie Timmerman 2000, p. 426 en Timmerman 1999, p. 276-278.

³⁵ Dit past bij het toenemend belang van de effectenbeurs voor de economie en van het effectenrecht voor de beursvennootschap. Zie *Kamerstukken II* 2003/04, 29 752, nr. 2, p. 4-5, *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 20-21 en Timmerman 2000, p. 420-421.

dat de reden voor instelling van de commissie, anders dan in het VK (waar al een *corporate governance* code was opgesteld), niet gelegen was in het feit dat zich binnen Nederlandse vennootschappen bepaalde affaires hadden voorgedaan.³⁶ Het lijkt er evenwel op – zo tussen de regels door lezend – dat het eindrapport niet geheel losstond van bestaande onvrede in de jaren daarvoor over het functioneren van het bestaande model van ondernemingsbestuur, mede gelet op de passages over de verbetering van toezicht op het bestuur door de raad van commissarissen.³⁷ Onvrede die bestond doordat besturen van beursvennootschappen – die niet allemaal even denderend presteerden (denk aan Philips en Vendex) – als gevolg van de aanwezige bescherming niet veel te vrezen hadden van aandeelhouders en vrij ongestoord hun gang konden gaan, ook omdat de raden van commissarissen dit vacuüm onvoldoende vulden. Een mogelijke verklaring voor deze ‘voorzichtige’ benadering van de commissie is het gesternte waaronder het eindrapport werd opgesteld en uiteindelijk het levenslicht zag. Het hele project landde niet bepaald in een vruchtbare bodem onder beursvennootschappen (zie hierna).

Het eindrapport, dat uitging van vrijwillige naleving ervan door beursvennootschappen, bevat genoemde aanbevelingen die in essentie gericht waren (i) op vergroting van de transparantie over het gevoerde ondernemingsbeleid en de verantwoording daarover en (ii) op het vergroten van zeggenschap van aandeelhouders, zodat zij beter gepositioneerd waren om ondermaats beleid te corrigeren. De Nederlandse beursvennootschappen werden opgeroepen gehoor te geven aan de aanbevelingen door actief in te gaan op de relevante aspecten van *corporate governance*, daarvan verslag te doen en een en ander uitdrukkelijk in de algemene vergadering aan de orde te stellen. Aan die oproep werd onvoldoende gehoor gegeven, zo bleek uit een eenmalige controle daarvan in 1998. De aanbevelingen hebben rond de eeuwwisseling wel gefungeerd als inspiratiebron voor de Ondernemingskamer in enquêteprocedures, die zich bij de aanwending van het normatieve kader steeds meer is gaan richten op ‘regels’, ‘normen’, ‘beginselen’, ‘eisen’ van ‘verantwoorde’, ‘behoorlijke’, ‘goede’ *corporate governance*,³⁸ mede met het oog op de positie van de algemene vergadering.³⁹ Ik kom hierop terug in nr. 2.2. Ook is er in deze periode wetgeving tot stand gebracht die voortborduurde op de aanbevelingen. Wetgeving die er mede kwam, omdat het uitgangspunt van vrijwillige naleving niet goed bleek te werken. Hierin

³⁶ Zie ook Buijs 2006, p. 118.

³⁷ Zie ook Cools 2005a, p. 15.

³⁸ Zie Assink 2007, nr. 27.c.

³⁹ Illustratief is OK 21 januari 2002, *JOR* 2002/28 (*HBG*). Zie nadien o.a. OK 3 mei 2007, *JOR* 2007/143 (*ABN Amro Holding*), OK 8 februari 2007, *ARO* 2007, 34 (*De Benpuck Holding*) en OK 9 oktober 2006, *JOR* 2007/9 (*UMI Beheer*).

zit een tegenstelling, omdat de code een aanjager is geweest voor wetgeving terwijl de commissie dáár juist niet op mikte. Illustratief is art. 2:101/210 lid 3 tweede volzin BW. Daaruit volgt inmiddels dat vaststelling van de jaarrekening niet langer strekt tot kwijting aan een bestuurder of commissaris.⁴⁰ Daarmee werd een duidelijker onderscheid gemaakt tussen enerzijds aspecten rondom de jaarrekening en anderzijds het afleggen door bestuurders en commissarissen van verantwoording over gevoerd beleid (wat, in geval van daaropvolgende kwijting, weer gevolgen heeft voor de aansprakelijkheidspositie van deze functionarissen).⁴¹ Overigens lijken aandeelhouders het onthouden van kwijting in toenemende mate te gebruiken als een methode om bestuurders en commissarissen te ‘corrigeren’ of onvrede te uiten.⁴² Dit wordt nogal eens als een gevoelige nederlaag ervaren door de betrokken functionarissen. Ook zijn er wetsvoorstellen tot stand gekomen in verband met aanpassing van de structuurregeling, die in 2004 tot wetwijzigingen hebben geleid (waarover hierna).

Aan het begin van de eenentwintigste eeuw veranderde het internationale beursklimaat in negatieve zin; aan de gestage koersstijgingen kwam een einde (mede door het knappen van de *Internet* bubbel). Dit ging gepaard met boekhoudmisstanden bij beursvennootschappen, eerst in de VS (o.a. Enron, Tyco, WorldCom, Qwest en Xerox), later ook in Europa (o.a. Ahold, Lernout & Hauspie, Parmalat en Shell).⁴³ Dit heeft in de VS kort nadien geleid tot dwingende wetgeving op federaal niveau (de Sarbanes-Oxley wetgeving) en aanpassing van beursreglementen (met name de NYSE *listing rules*), met een sterke nadruk op financiële verslaglegging.⁴⁴ Tegen deze achtergrond, en in het licht van de hiervoor genoemde ontwikkelingen, werd vijf jaar na de presentatie van de ‘40 aanbevelingen’ het initiatief genomen tot evaluatie van recente ontwikkelingen op het gebied van *corporate governance* en de dienaangaande door Nederlandse beursvennootschappen gevolgde gedrags-

⁴⁰ Zie over het oude regime o.a. HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360 (*Staleman/Van de Ven Automobielfabriek Venlo*), r.o. 3.4.1.

⁴¹ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 8.

⁴² Zie Abma 2009, p. 504-505 en Eumedion 2009, p. 11-12.

⁴³ Zie o.a. OK 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 (*Koninklijke Ahold*) (de strafzaken laat ik maar buiten beschouwing). Zie voor een analyse van ‘de 25 grootste internationale financiële schandalen van de afgelopen jaren’ Cools 2005a, p. 32-55, die de oorzaak vooral zoekt in hebzucht en ‘zonnekoning’ gedrag bij bestuurders. De afgelopen jaren lijkt in Nederland de rol van de bestuursvoorzitter meer te worden uitgelicht dan voorheen, met een steviger nadruk op het CEO model naar Amerikaanse snit; deze functionaris is bij veel (beurs)vennootschappen steeds meer tot het boegbeeld van de vennootschap (en de daarmee verbonden onderneming) geworden. Een treffend voorbeeld is de vrij dominante rol van de bestuursvoorzitter van ABN Amro (althans tot medio 2007), zoals geschetst in Smit 2008. Die ontwikkeling is dus niet zonder gevaren. Zie daarover ook noot 402.

⁴⁴ Zie o.a. ABA Task Force 2009, p. 11-12 en Strik 2009, p. 129-148.

lijn. De slotsom luidde in 2002 dat de aanbevelingen een positieve uitwerking op wetgeving en (enquête)rechtspraak hadden gehad, maar dat er nog de nodige ruimte voor verbetering was nu beursvennootschappen (i) vooral leken te reageren op wetgeving – in plaats van uit zichzelf de aanbevelingen op te volgen – en (ii) betrekkelijk weinig informatie verschaften in de jaarrekening over bijvoorbeeld de werkwijze van de commissarissen. Als gevolg hiervan werd begin 2003 een tweede Nederlandse Commissie *Corporate Governance* ingesteld, met in wezen als taak het opstellen van een code, ter vervanging van het eindrapport uit 1997. Daardoor bleef de aandacht voor dit onderwerp gewaarborgd, waarbij de nadruk sterk lag op alternatieve regelgeving in plaats van wetgeving.⁴⁵ Eind 2003 heeft deze commissie de eerste Nederlandse *corporate governance* code gepresenteerd, die is gericht aan – kort gezegd – beursgenoteerde vennootschappen met statutaire zetel in Nederland. Die code ging niet meer uit van vrijwillige naleving ervan door de doelgroep, maar, wat betreft de in de code vervatte *best practices* (te onderscheiden van de daarin vervatte meer algemeen geredigeerde principes⁴⁶), van een verplichting voor de vennootschap om in het jaarverslag gemotiveerd uit te leggen of, en zo ja waarom en hoe, afgeweken wordt van de code ('pas toe of leg uit') voor zover het gaat om bepalingen die op het bestuur en de raad van commissarissen van toepassing zijn. Een soortgelijke verplichting werd ook gehanteerd in de *corporate governance* code uit het VK, die model heeft gestaan voor de Nederlandse code uit 2003. Deze verplichting is in 2004 wettelijk verankerd en inmiddels vervat in art. 2:391 lid 5 BW.⁴⁷ Door (i) deze principe/*best practice* structuur, (ii) de daarmee gepaard gaande hogere mate van detail en (iii) de wettelijke verankering, verschilt deze code duidelijk van het eindrapport uit 1997. In de periode 2005-2008 is, conform het advies van de commissie, op de naleving van de code jaarlijks toegezien door de daartoe ingestelde *Monitoring Commissie Corporate Governance*. Die commissie had als taak (i) het bevorderen van

⁴⁵ Ook op het niveau van de Europese Unie zijn initiatieven ontplooid, waaruit in 2003 onder meer volgde dat iedere lidstaat een eigen *corporate governance* code diende te ontwikkelen. Zie o.a. Van Schilfgaarde/Winter 2006, p. 422 en Winter 2006a, p. 634.

⁴⁶ Principes kunnen, aldus de commissie, worden opgevat als 'breed gedragen algemene opvattingen over goede *corporate governance*'. Kritisch daarover is o.a. Den Boogert 2003, p. 407: 'Dat is een provocerende stelling. De geformuleerde principes zijn allerm minst gemeengoed.' De principes zijn uitgewerkt in concrete *best practice* bepalingen (hier hanteert de commissie geen Nederlandse term; *best practice* was kennelijk niet goed te vertalen in een werkbaar Nederlands equivalent). Deze bepalingen creëren een zekere normstelling voor het gedrag van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders. Zij beogen de (inter)nationale *best practice* weer te geven, aldus nog steeds de commissie. Zie nader nr. 3.2.

⁴⁷ Zie voor de nalevingsplicht van Nederlandse institutionele aandeelhouders terzake Hoofdstuk IV van de code art. 5:86 Wft. Zie voor een overzicht van publicatieverplichtingen van beursvennootschappen De Monchy 2009, p. 16-28.

de actualiteit en bruikbaarheid van de code, (ii) het signaleren van lacunes in de code en (iii) zich te informeren over relevante internationale ontwikkelingen. Eind 2008 is de code uit 2003 vervangen door een vernieuwde code, opgesteld door een daartoe opnieuw ingestelde commissie. Nederland is uiteraard niet het enige land in Europa met een dergelijke code. De verscheidenheid aan codes is relatief groot, zowel waar het gaat om het toepassingsbereik, de inhoud, het vrijblijvende/dwingende karakter als het toezicht op naleving ervan. Een gemeenschappelijke Europese code ontbreekt. Het aardige is wel dat waar het moeilijk is gebleken binnen Europa op het gebied van ondernemingsbestuur tot van bovenaf opgelegde regelgeving te komen (*top-down*), het minder moeilijk is gebleken binnen Europa op dat gebied in lidstaten via een samenstel aan gedragscodes tot regelgeving te komen (*bottom-up*), al is van echte eenheid geen sprake en ligt wezenlijk verdergaande convergentie dienaangaande voorlopig niet in de lijn der verwachting.

In beide codes wordt uitgebreid aandacht besteed aan de verwachte rol van het bestuur, de raad van commissarissen, de algemene vergadering c.q. aandeelhouders en indirect betrokkenen, zoals de *accountant*. Dat is ook niet zo gek, omdat de code uit 2003 – waarop de code uit 2008 in hoge mate is gebaseerd – vooral gericht was op het herstel van vertrouwen in het bedrijfsleven (mede als reactie op de zojuist aangestipte boekhoudmisstanden), waarbij de nadruk lag op de bevordering van zowel kwaliteit van bestuur en toezicht als het afleggen van verantwoording en betrachten van transparantie achteraf.⁴⁸ Het gebrek aan vertrouwen resulteerde in een toename van de toezicht- en controlemogelijkheden binnen de vennootschap, als deel van een breder pakket aan maatregelen.⁴⁹ Zo is al in de eerste code de positie van de raad van commissarissen beduidend strakker ingekaderd dan in het eindrapport uit 1997 het geval was, waarin toch al de nodige aandacht aan dat onderwerp was besteed (zie met name principes III.1-III.6 en de bijbehorende *best practices*). Er wordt meer deskundigheid en toewijding (professionaliteit) verwacht, naast een hogere vergaderfrequentie binnen het orgaan en met derden (zoals het bestuur, andere uitvoerende functionarissen en de externe *accountant*). Ik kom daarop terug in nr. 3.2.2.⁵⁰ Wel wordt in de nieuwe code, die eveneens is gebaseerd op de wettelijk verankerde ‘pas toe of leg uit’ gedachte, meer dan voorheen aangestuurd op het vóóraf bevoor-

⁴⁸ Hiermee is het containerbegrip ‘*corporate governance*’ wat afgebakend. Zie daarover Den Boogert 2003, p. 407, die rept over ‘een caoutchouc-begrip. Iedereen heeft wel een notie waar dat over gaat (...)’.

⁴⁹ Zie voor een overzicht o.a. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 29, p. 4-5 en *Kamerstukken II* 2003/04, 29 752, nr. 2.

⁵⁰ Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 484 merken op dat deze ontwikkeling uitstraling lijkt te hebben naar de raad van commissarissen van niet-beursvennootschappen.

ren van wenselijk gedrag van actoren binnen de vennootschap – zoals bestuurders en commissarissen – in plaats van het dwingen tot afleggen van verantwoording en betrachten van transparantie achteraf.⁵¹ Ook besteedt deze code meer aandacht aan de bezoldiging van bestuurders (met name in principe II.2 en de bijbehorende *best practices*, maar ook in nr. 29-37 van het naschrift) en aan de positie van aandeelhouders (met name in principe IV.4 met de bijbehorende *best practices*, maar ook in nr. 9 van de preambule). Wat dat *eerste* betreft speelt een rol, mede tegen de achtergrond van de recente mondiale financiële crisis (de ‘kredietcrisis’), dat het beloningssysteem er niet toe zou moeten leiden dat bestuurders geprikkeld worden om op korte termijn de variabele component van de beloning op te krikken door de vennootschap bloot te stellen aan onverantwoord risicovol ondernemingsbeleid, met verwaarlozing van het risicobeleid van de vennootschap en haar financiële spankracht (zie nr. 12 van de preambule). Hieraan is in de praktijk niet altijd voldaan.⁵²

De Adviescommissie Toekomst Banken biedt een nuttige beknopte achtergrondschets van deze crisis: ‘De wereldwijde onrust op de financiële markten is al sinds de zomer van 2007 zichtbaar. De val van Lehman Brothers heeft wereldwijd geleid tot wantrouwen tussen banken onderling en heeft daarmee een beperkende invloed veroorzaakt op de omvang van de kredietverlening. Na de ondergang van Lehman Brothers was het verre van duidelijk welke andere banken zouden worden getroffen door verdere afschrijvingen op activa en in welke mate. Bankten wantrouwden elkaar en vreesden dat collega-banken hun verplichtingen niet meer konden nakomen. Dit leidde tot het opdrogen van de interbancaire geldmarkt. Onvermijdelijk had dit na korte tijd zijn weerslag op de reële economie. Het wantrouwen sloeg ook over naar beleggers, die niet meer konden inschatten wat de werkelijke waarde van banken was. Als gevolg daarvan daalden de aandelenkoersen. In sommige gevallen sloeg het wantrouwen van beleggers in banken over naar wantrouwen van de spaarders en de depositohouders in die banken. Zeer omvangrijke liquiditeitssteun van Centrale Banken was nodig en in sommige gevallen was er geen andere uitweg dan dat overheden banken voorzagen van kapitaalinjecties of zich gedwongen zagen banken geheel of gedeeltelijk over te nemen. Ook werd het voor banken steeds moeilijker om zonder staatsgarantie middellange financiering aan te

⁵¹ Zie *Corporate Governance Code* 2008, p. 6 (preambule nr. 5), p. 48 (naschrift nr. 5).

⁵² Zie o.a. Scheltema/Scheltema 2009, p. 32, Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 22 e.v. en Peij 2008, p. 20-21. Zie voor het VK Walker 2009, p. 9, 90 e.v. en FSA 2009. Zie voor gesjoemel met optieregelingen in vooral de VS Assink 2008a, p. 51-55. Meer rechtsvergelijking biedt het onderzoeksrapport bij *Kamerstukken II* 2007/08, 30 111, nr. 28. Zie voor initiatieven tot fiscale wetgeving o.a. De Monchy 2009, p. 56-62 en Van der Lande/Jonker 2008, p. 319-322.

trekken. Inmiddels zijn de effecten van de kredietcrisis dagelijks voelbaar in de gehele samenleving en is ook Nederland officieel in een recessie beland.⁵³

De code bepaalt nu onder meer dat de bezoldigingsstructuur (met inbegrip van ontslagvergoeding) (i) eenvoudig en inzichtelijk dient te zijn, (ii) de belangen van de vennootschap op middellange en lange termijn dient te bevorderen, (iii) niet dient aan te zetten tot gedrag van bestuurders in hun eigen belang noch tot het nemen van risico's die niet passen binnen de vastgestelde strategie en (iv) falende bestuurders niet 'beloont' bij ontslag. Erg scherp omljnd is dit niet (zie nader nr. 3.2.2). Wat dat *tweede* betreft speelt een rol dat, anders dan het bestuur en de raad van commissarissen, de overige betrokkenen bij de vennootschap – met name aandeelhouders; zie nr. 1.2 – in beginsel niet gebonden zijn aan het richtsnoer van het belang van de vennootschap (en de met haar verbonden onderneming). Hier bestaat een latent spanningsveld dat in de praktijk herhaaldelijk manifest is geworden, met name waar het ging om kwesties omtrent strategiebepaling, en heeft geresulteerd in diverse gerechtelijke procedures. Ik stip dat aan in nr. 2.2.

Naast het eindrapport uit 1997 en de daarop voortbordurende code van 2003 heeft ook wetgeving uit 2004 ervoor zorg gedragen dat de zeggenschapspositie van aandeelhouders – met name in beursvennootschappen – verder is versterkt, ter bevordering van een beter afgewogen machtsverdeling

⁵³ Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 8. De commissie heeft voorstellen gedaan voor aanpassing van het model van ondernemingsbestuur specifiek binnen *bancaire* instellingen, niet zozeer een diepteonderzoek verricht naar de oorzaken van de crisis. Die voorstellen, waarbij kanttekeningen zijn geplaatst door de AFM en DNB, zijn inmiddels geculmineerd in de Code Banken 2009. Zie voor een analyse van die oorzaken op EU niveau Larosière c.s. 2009, p. 3 e.v. ('*avant-propos*'): *'This report is published as the world faces a very serious economic and financial crisis. The European Union is suffering. An economic recession. Higher unemployment. Huge government spending to stabilize the banking system – debts that future generations will have to pay back. Financial regulation and supervision have been too weak or have provided the wrong incentives. Global markets have fanned the contagion. Opacity, complexity have made things much worse. Repair is necessary and urgent. Action is required at all levels – Global, European and National and in all financial sectors. (...) In spite of some progress, too much of the European Union's framework today remains seriously fragmented. (...) This report lays out a framework to take the European Union forward.'* Zie voor het VK vooral Turner 2009. Walker 2009 deed daar inmiddels concept-voorstellen voor aanpassing van het VK model van ondernemingsbestuur specifiek binnen *bancaire* instellingen. De consultatieronde eindigt in oktober 2009, waarna in november 2009 de definitieve maatregelen worden gepresenteerd. Zie voor de VS o.a. Cuomo 2009, p. 1-21 die concludeert dat *'when the banks did well, their employees were paid well. When the banks did poorly, their employees were paid well. And when the banks did very poorly, they were bailed out by taxpayers and their employees were still paid well. Bonuses and overall compensation did not vary significantly as profits diminished.'* Voor ontwikkelingen in de VS op federaal niveau, zie noot 131.

binnen de vennootschap. Die wetgeving is mede tot stand gekomen op advies van de SER.⁵⁴ Ik wijs, naast het reeds genoemde art. 2:101/210 lid 3 BW, op de invoering:

- (a) van een goedkeuringsrecht van de algemene vergadering bij bepaalde bestuursbesluiten (art. 2:107a BW);⁵⁵
- (b) van het vaststellingsrecht van de algemene vergadering betreffende de jaarrekening, ook in het structuurregime (art. 2:163/273 BW zijn vervallen);
- (c) van een geclausuleerd agenderingsrecht van een of meer aandeelhouders (art. 2:114a/224a BW);
- (d) van het geclausuleerde recht van certificaaathouders op verlening van stemvolmachten (art. 2:118a BW);
- (e) van een vaststellingsrecht van de algemene vergadering betreffende het bezoldigingsbeleid en de bezoldiging en, ingeval de bezoldiging wordt vastgesteld door een ander daartoe aangewezen orgaan, van een goedkeuringsrecht betreffende bezoldiging door aandelen of rechten op aandelen (art. 2:135 BW);⁵⁶
- (f) van een benoemingsrecht van de algemene vergadering betreffende commissarissen in het structuurregime (art. 2:158/268 BW); en
- (g) van het recht van de algemene vergadering tot opzegging van het vertrouwen in de raad van commissarissen in het structuurregime (art. 2:161a/271a BW).^{57, 58}

Sinds 2007 biedt de wet de mogelijkheid tot participatie in en stemmen op de algemene vergadering via elektronische communicatiemiddelen (art. 2:117a-117b/227a-227b BW).⁵⁹ Dat zou, althans in theorie, verhogend moe-

⁵⁴ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, *Kamerstukken II* 2002/03, nr. 31 en 51 en *Kamerstukken I* 2003/04, 28 179, B en D.

⁵⁵ Deze bepaling dient niet extensief te worden uitgelegd, zo volgt uit HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN Amro Holding*). Mijns inziens bestaat geen goede grond voor toepassing naar analogie van art. 2:107a BW op besloten vennootschappen. Zie Assink 2009a, p. 47-48.

⁵⁶ Te bezien in samenhang met art. 2:383c-e BW. Het rumoer omtrent het bezoldigingsbeleid ter algemene vergadering neemt toe, zoals Abma 2009, p. 503-504 mooi illustreert.

⁵⁷ Uitoefening van dat recht is niet ongeclausuleerd, zo volgt uit o.a. OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*). Zie nader nr. 3.3.2.

⁵⁸ De vraag die vervolgens opkomt is hoe aandeelhouders op een zinvolle wijze hun toegenomen zeggenschap kunnen aanwenden tijdens de algemene vergadering (in de zin van bijeenkomst van aandeelhouders, niet zozeer het orgaan), mede gelet op de praktische beperkingen van een dergelijke – doorgaans eenmaal per jaar plaatsvindende – bijeenkomst. Zie daarover Van der Krans 2009, Winter 2007, p. 121-138, Den Boogert 2007, p. 139-152 en Den Boogert 2003, p. 411-412.

⁵⁹ Zie ook principe IV.1 van de *Corporate Governance* Code 2008 en Van der Krans 2009.

ten werken voor de graad van participatie door aandeelhouders in besluitvorming tijdens de aandeelhoudersvergadering. Of dat daadwerkelijk vruchten afwerpt is de vraag, nu onderzoek bij beursvennootschappen uitwijst dat per saldo nauwelijks sprake is van een dalend absenteïsme op aandeelhoudersvergaderingen.⁶⁰ In 2004 is ook art. 2:141/251 lid 2 BW toegevoegd. Dit betreft vooral de positie van de raad van commissarissen. De gedachte achter de op het bestuur rustende plicht ten minste eenmaal per jaar de raad van commissarissen schriftelijk op de hoogte te stellen van de hoofdlijnen van het strategisch beleid, de algemene en financiële risico's en het beheers- en controlesysteem van de vennootschap, is dat de raad van commissarissen aldus beter in staat is op adequate wijze met het bestuur het door hem gevoerde beleid en de gang van zaken in de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming te bespreken. Dit bevordert een fundamentele, minder vrijblijvende wijze van verantwoording afleggen door het bestuur. Uit het in hetzelfde jaar ingevoerde art. 2:158/268 lid 3 BW, dat voorschrijft hoe de door de raad van commissarissen op te stellen profielschets voor zijn omvang en samenstelling er dient uit te zien, volgt dat de raad van commissarissen ook de nodige deskundigheid en achtergrond moet bezitten. Ik wijs daarbij ook op art. 2:142/252 lid 3 BW, waaruit blijkt dat bij herbenoeming van een commissaris mede van belang is hoe deze commissaris zijn taak tot dan toe heeft vervuld. Ook dit raakt aan het bevorderen van de kwaliteit van toezicht.

Er zijn de afgelopen jaren ook wetgevingsinitiatieven vastgelopen. Hét voorbeeld is het voornemen van de wetgever om de problematiek van – doorbreking van – beschermingsconstructies wettelijk te reguleren. Dat initiatief verzandde aan het eind van de twintigste eeuw, vooral door de complexiteit van de materie en het ontbreken van voldoende draagvlak.⁶¹ Ongeregeld in de wet is deze materie inmiddels niet meer. In 2007 heeft de afgeslankte implementatie van de Dertiende Richtlijn omtrent het verplicht openbaar bod in Nederlandse wetgeving – vooral de Wft – mede geleid tot toevoeging van art. 2:359b BW aan Boek 2 BW. Dit artikel, gericht aan beursvennootschappen, brengt mee dat de vennootschap er bij statuten voor kan kiezen dat in geval van

⁶⁰ Zie Abma 2009, p. 501-502 (die overigens wel optimistisch is over de toekomstperspectieven in dit verband) en Tiemstra/De Keijzer 2008, p. 195 die concluderen dat 'een aandeelhouder met 15 tot 20% van de aandelen al een zeer grote invloed kan uitoefenen, en een aandeelhouder met 25% van de aandelen de aandeelhoudersvergadering geheel naar zijn hand kan zetten.' Dit is in lijn met de cijfers die Abma 2009 produceert. Zie ook Van der Krans 2009, p. 1 e.v., De Jongh 2009, p. 448 en Munsters/Abma 2008, p. 213-214.

⁶¹ Zie over dat gesneuveld wetsvoorstel o.a. Van Ginneken 2006, p. 532-534 en Uniken Venema 1998, p. 33-46.

een openbaar bod geen beschermingswal wordt opgeworpen. Het opent ook de mogelijkheid voor een controlerende aandeelhouder om door een opgeworpen beschermingswal heen te breken. Regulering van geschillen omtrent bescherming tegen ongewenste avances van derden vindt nog steeds primair plaats in de rechtspraak, vooral het enquêterecht (zie nr. 2.2). Uitgangspunt is dat de beschermingsmaatregel in verhouding moet staan tot de dreiging, een tijdelijk karakter moet hebben en in de eerste plaats het voeren van nader overleg en het verkennen van alternatieven door het bestuur van de doelvennootschap – met behoud van de *status quo* – dient te faciliteren.⁶²

Ik keer nog even terug naar de aandeelhouders. Er ligt thans een wetsvoorstel ter behandeling voor in de Tweede Kamer, dat uitvoering geeft aan de Richtlijn 2007/36/EG van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde bevoegdheden/rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.⁶³ De richtlijn, die voortvloeit uit het ‘Actieplan modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de *corporate governance* in de Europese Unie’ van de Europese Commissie uit mei 2003, beoogt de – grensoverschrijdende – uitoefening van bevoegdheden/rechten van aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen te versterken en problemen in verband met grensoverschrijdend stemmen op te lossen.⁶⁴ Het wetsvoorstel beoogt niet om nieuwe aandeelhoudersbevoegdheden/-rechten te introduceren.

De afgelopen jaren heeft de Hoge Raad ook uitspraken gedaan in enquêteprocedures rond beursvennootschappen die raken aan de verhoudingen tussen de bij de vennootschap betrokkenen. Ik noem hier de procedures uit 2007 inzake DSM (gelijke behandeling van aandeelhouders) en ABN Amro (betrekken van de algemene vergadering in de besluitvorming) en uit 2003 inzake RNA (toelaatbaarheid van een beschermingsconstructie) en HBG

⁶² Zie ten principale HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (*Rodamco North America*), r.o. 3.7 en nadien o.a. OK 13 mei 2009, *JOR* 2009/163 (*ASM International*), r.o. 3.7 en OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), r.o. 3.12. Ik plaatste kanttekeningen bij het tijdelijkheidvereiste in Assink 2007, nr. 39.a.

⁶³ Andere Europese richtlijnen, zoals Richtlijn 2005/56/EG (grensoverschrijdende juridische fusie), Richtlijn 2006/43/EG (verplichte *corporate governance* verklaring door beursvennootschappen), Richtlijn 2006/46/EG (instelling *audit* commissie bij beursvennootschappen) en Richtlijn 2006/68/EG (wijziging kapitaalbescherming bij naamloze vennootschappen), zijn uitgevoerd in Nederland.

⁶⁴ Er worden wijzigingen voorgesteld van art. 2:113-115, 2:117-117b, 2:119-120 en 2:359b BW. Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 2-3. Dit raakt niet alleen *beursgenoteerde* naamloze vennootschappen. Zie ook Nowak 2008b, p. 620-623.

(betrekken van de algemene vergadering in de besluitvorming).⁶⁵ Ook deze uitspraken gaven vorm aan de ontwikkeling van inzichten over modern ondernemingsbestuur.

Ik maak hier de stap naar de tweede factor.

2.2 *Factor 2: Het tij keert, richting omgekeerde herijking van de aandeelhouderspositie*

De rechtspraak op het gebied van *corporate governance* is sinds 1994 enorm toegenomen. Ik doel dan met name op jurisprudentie van de Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam en de Hoge Raad inzake het recht van enquête (art. 2:344-359 BW), dat in 1971 opnieuw is ingericht.⁶⁶ Inmiddels kan de Ondernemingskamer met recht worden aangemerkt als dé centrale rechter in het Nederlandse ondernemingsrecht. Het enquêterecht draait niet om aansprakelijkheid (al kan dat aspect een rol spelen⁶⁷), maar primair om gedragsnormering en het redresseren van misstanden binnen de rechtspersoon, in het brede kader van noties als ‘(elementaire) beginselen’ van ‘verantwoord ondernemerschap’ en allerhande varianten daarop. Hoewel in het enquêterecht de rechtspersoon het *subject* van de procedure is (in de regel een kapitaalvennootschap), vormen gedragingen van – leden van – organen van de rechtspersoon in de regel het *object* van onderzoek en rechterlijke toetsing. Waar de wetgever vóór 1971 vooral het verkrijgen van openheid van zaken als belangrijk doel van het enquêterecht heeft aangemerkt, is nadien de sanering en het herstel van gezonde verhoudingen door maatregelen van reorganisatorische aard binnen de onderneming van de betrokken rechtspersoon vooropgesteld. Daarnaast kan van de mogelijkheid van een onderzoek, en de vaststelling bij wie de verantwoordelijkheid berust voor eventueel blijkend ‘wanbeleid’, een preventieve werking uitgaan. Deze

⁶⁵ HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 (*Koninklijke DSM*), HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN Amro Holding*), HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (*Rodamco North America*) en HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 (*HBG*).

⁶⁶ Zie voor waardevolle historische beschouwingen over het enquêterecht A-G Timmerman in nr. 4.1 e.v. voor HR 18 november 2005, *NJ* 2006, 173 (*Unilever*) en nr. 4.1 e.v. voor HR 26 juni 2009, *JOR* 2009/192 (*KPNQwest*). Zie voor een uitvoeriger beschrijving o.a. Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 726-812.

⁶⁷ Zie art. 2:350 lid 2 BW en art. 2:354 BW. In laatstgenoemde bepaling wordt overigens de term ‘verantwoordelijkheid’ gehanteerd, waar in wezen aansprakelijkheid wordt bedoeld. Zie HR 4 juni 1997, *NJ* 1997, 671 (*Text Lite Holding*), r.o. 4.16.1. Ook wordt het enquêterecht wel gebruikt als opmaat naar een aansprakelijkheidsprocedure. Ik neem dat aspect mee in nr. 3.3.3.

doeleinden zijn niet onbegrensd. Daartoe behoort niet de beslechting van geschillen van louter vermogensrechtelijke aard en evenmin het doen van onderzoek naar de feitelijke achtergrond daarvan (al is de vraag gerechtvaardigd in hoeverre die begrenzing daadwerkelijk zoden aan de dijk zet; uit de rechtspraak van de Ondernemingskamer blijkt van dat laatste in ieder geval niet echt). De omstandigheid dat bij surseance van betaling of faillissement sanering of herstel van gezonde verhoudingen niet meer tot de mogelijkheden behoort, staat op zichzelf aan een enquête niet in de weg.⁶⁸ De Hoge Raad heeft in het verleden ook wel betekenis toegekend aan het belang van de rechtsvorming en de mogelijke voorbeeldfunctie van enquêterechtspraak.⁶⁹

De portee van deze rechtsingang is dat de Ondernemingskamer op verzoek van een of meer daartoe bevoegde (rechts)personen (art. 2:346-347 BW) een onderzoek kan gelasten naar het beleid en de gang van zaken van een rechtspersoon (art. 2:344-345 BW), indien dat verzoek ontvankelijk is en gebleken is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid van de rechtspersoon te twijfelen’ die – met afweging van de betrokken belangen – een enquête rechtvaardigen (art. 2:349-350 BW). Wordt een onderzoek bevolen, dan komen de kosten daarvan – die in de eerste plaats zullen bestaan uit het honorarium van de onderzoeker(s) – voor rekening van de rechtspersoon. De Ondernemingskamer stelt hiervoor van tevoren een maximum vast, welk bedrag zo nodig gedurende het onderzoek – op verzoek van de onderzoeker(s) – door haar kan worden verhoogd (art. 2:350 lid 3 BW). De eerste fase van de enquêteprocedure, een zelfstandige verzoekschriftprocedure, eindigt met de deponering van het onderzoeksverslag ter griffie van de Ondernemingskamer. Voor de tweede fase, eveneens een zelfstandige verzoekschriftprocedure, is een nieuw verzoek vereist van een of meer daartoe bevoegde personen (art. 2:355 lid 1 BW). Indien het onderzoeksverslag daartoe grondslag biedt kan de Ondernemingskamer desverzocht ‘wanbeleid’ vaststellen en eventueel de voorziening(en) treffen die zij geboden acht, zoals vernietiging van een besluit van een orgaan van de rechtspersoon en schorsing, ontslag en/of tijdelijke aanstelling van een of meer bestuurders of commissarissen (art. 2:355-358 BW). Die lijst met voorzieningen is limitatief. Indien het onderzoeksverslag daartoe grondslag biedt kan de Ondernemingskamer op verzoek van de rechtspersoon beslissen dat deze de onderzoekskosten geheel of ten dele kan verhalen (i) op verzoeker(s) indien blijkt het onderzoeksverslag het verzoek niet op redelijke grond berustte,

⁶⁸ Zie Assink 2007, hfdst. VI en laatstelijk HR 26 juni 2009, *JOR* 2009/192 (*KPNQwest*), r.o. 3.2.2-3.2.3.

⁶⁹ Zie HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (*Ogem Holding*), r.o. 4.3.

hetzij (ii) op een bestuurder/commissaris of een – andere – werknemer van de rechtspersoon die blijkens het onderzoeksverslag verantwoordelijk is voor ‘onjuist beleid’ respectievelijk een ‘onbevredigende gang van zaken’ (art. 2:354 BW). Uit recent onderzoek blijkt dat vooral ná 1994 het aantal enquêteprocedures explosief is gestegen, van gemiddeld 5.3 enquêteverzoeken per jaar in de periode 1971-1996 tot gemiddeld 33.5 enquêteverzoeken per jaar in de periode 1996-2007.⁷⁰ In dat jaar werd art. 2:349a lid 2 BW ingevoerd, op grond waarvan de Ondernemingskamer desverzocht een of meer onmiddellijke voorzieningen (ordemaatregelen) mag treffen voor ten hoogste de duur van het geding, indien dat in verband met de toestand van de rechtspersoon of in het belang van het onderzoek is vereist. Zij mag dat ook indien deze voorzieningen afwijken van dwingend recht.⁷¹ De wet bevat, anders dan art. 2:356 BW, geen opsomming – laat staan een limitatieve – van onmiddellijke voorzieningen.⁷²

Inmiddels zijn vele, soms landelijk bekende/beursgenoteerde, vennootschappen in enquêteprocedures verzeild geraakt.⁷³ Meestal op instigatie van aandeelhouders(vertegenwoordigers, zoals de VEB) en soms met controversiële uitkomsten, die in cassatie niet altijd in stand bleven.⁷⁴ Tussen de stijging van het aantal enquêteprocedures na 1994 en de invoering van art. 2:349a lid 2 BW in dat jaar bestaat, naar mag worden aangenomen, een verband.⁷⁵ De sinds de tweede helft van de jaren negentig van de twintigste eeuw significant toegenomen populariteit van het enquêterecht – ook in de financiële media, waar vooral kwesties inzake beursvennootschappen onder een vergrootglas worden gelegd – kan mede worden verklaard, doordat aandeelhouders ronduit assertiever zijn geworden en meer dan voorheen actief de grenzen van de bevoegdhedenverdeling binnen de vennootschap zijn gaan opzoeken om door hen gewenst beleid te bevorderen. Hierbij past een gang naar de Ondernemingskamer als ultiem breekijzer, althans het dreigen daarmee, temeer nu (i) de bevoegdheidsdrempel van art. 2:346 BW betrekkelijk

⁷⁰ Cools/Geerts/Kroeze/Pijls 2009, p. 34. Dit werk biedt vooral een *cijfermatige* analyse van het enquêterecht.

⁷¹ Zie HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 611 (*Versatel Telecom International*).

⁷² Wel heeft de Hoge Raad inmiddels grenzen gesteld aan de vrijheid van de Ondernemingskamer om dergelijke voorzieningen te treffen, al blijft haar bevoegdheid om dat te doen tot op zekere hoogte een discretionaire. Zie o.a. HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 (*Koninklijke DSM*), r.o. 3.6-3.7, HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN Amro Holding*), r.o. 4.10 en HR 19 oktober 2001, *NJ* 2002, 92 (*SkyGate Holding*), r.o. 3.5.

⁷³ Zie o.a. Cools/Geerts/Kroeze/Pijls 2009.

⁷⁴ Zie o.a. HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 (*Koninklijke DSM*), HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN Amro Holding*), HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (*Rodamco North America*), HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 (*HBG*) en HR 27 september 2000, *JOR* 2000/217 (*Gucci Group*) (dit is een greep, er zijn meer voorbeelden voorhanden).

⁷⁵ Aldus o.a. reeds Josephus Jitta 2004, p. 8 en Olden 2003, p. 554-555.

laag is, (ii) de kosten die gepaard gaan met een enquêteverzoek doorgaans te overzien zijn (zeker naar Anglo-Amerikaanse begrippen) en (iii) de Ondernemingskamer veelal op korte termijn uitspraak doet op een verzoek tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen. Aldus ‘juridiseren’ dergelijke geschillen sneller en worden deze niet langer binnen het vennootschappelijk verband beslecht. Ik licht dat nader toe. Bestudering van enquête-rechtspraak leert dat geschillen, met name binnen beursvennootschappen, vaker dan voorheen draaien om verschil van mening tussen enerzijds bestuur en raad van commissarissen en anderzijds aandeelhouders omtrent – heel kort gezegd – de door de ondernemingsleiding voorgestane strategie en in dat verband gevoerd (ondernemings)beleid. Aan het eind van de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig van de twintigste eeuw speelden dergelijke geschillen ook wel, maar (i) dat was ver vóór de invoering van art. 2:349a lid 2 BW en (ii) daarbij stonden vooral *werknemersvertegenwoordigers* tegenover de ondernemingsleiding. Denk aan de controverses inzake Howson Algraphy, Hyster, Ford, VHL en natuurlijk Batco.⁷⁶ Overziet men de door de Ondernemingskamer nadien gewezen enquêtebeschikkingen, dan rijst het beeld dat (pas) aan het eind van de jaren negentig van de twintigste eeuw in toenemende mate aandeelhouders het enquêterecht zijn gaan aanwenden met als achterliggende reden op dit vlak invloed uit te oefenen om een beleidsmatige koerswijziging te bewerkstelligen. Ik doel daarmee dus niet op enquêteprocedures waarin achteraf, nadat duidelijk is geworden dat zich misstanden hebben voorgedaan binnen de vennootschap (die mogelijk tot deconfiture van de vennootschap hebben geleid), de vragen centraal staan (i) hoe dat heeft kunnen gebeuren, (ii) of dat als ‘wanbeleid’ valt aan te merken en (iii) wie eventueel verantwoordelijk te houden is/zijn voor dat ‘wanbeleid’. Dergelijke enquêteprocedures zijn van alle tijden,⁷⁷ evenals

⁷⁶ Zie OK 29 augustus 1985, *NJ* 1986, 578 (*Howson Algraphy*), OK 23 juni 1983, *NJ* 1984, 571 (*Hyster*), OK 10 december 1981, *NJ* 1983, 24 (*Ford Nederland*), OK 21 juni 1979, *NJ* 1980, 73 (*Verenigde Hollandse Lucifersfabrieken*) en OK 21 juni 1979, *NJ* 1980, 71 (*Batco Nederland*).

⁷⁷ Zie bijvoorbeeld OK 24 november 2008, *JOR* 2009/9 (*Fortis*), OK 10 januari 2008, *JOR* 2008/39 (*PCM Holding*), OK 28 december 2006, *ARO* 2007, 7 (*KPNQwest*), OK 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 (*Koninklijke Ahold*), OK 2 september 2004, *JOR* 2004/271 (*Getronics*), OK 16 oktober 2003, *JOR* 2003/260 (*Laurus*), OK 28 juni 2001, *JOR* 2001/148 (*De Vries Robbé Groep*), OK 30 november 2000, *JOR* 2001/4 (*Zwagerman Beheer*), OK 9 juli 1998, *JOR* 1998/122 (*Vie d’Or*), OK 17 april 1997, *JOR* 1997/81 (*Bobel*), OK 2 november 1995, *JOR* 1996/0 (*Text Lite Holding*), OK 7 maart 1996, *JOR* 1996/23 (*Verto*), OK 1 september 1994, *TVVS* 1994, 333 (*Koninklijke Maastrichtse Zinkwit Maatschappij*), OK 7 december 1989, *NJ* 1990, 242 (*Verenigde Bedrijven Bredero*) en OK 3 december 1987, *De NV* 1988, 78 (*Ogem Holding*).

enquêteprocedures waarin de pijn vooral schuilgaat in evidente patstellingen – soms gepaard gaand met schending van vennootschapsrechtelijke normen, bijvoorbeeld door ontoelaatbare belangenverstrengeling – die de continuïteit van de aan de vennootschap verbonden onderneming bedreigen.⁷⁸ Voornoemde trend lijkt zich in te zetten met de enquêtebeschikkingen inzake Breevast en Gucci, die draaien om de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies ter afwering van een ongewenste overname, en zet zich voort met beschikkingen als die inzake HBG, RNA, Corus, Stork, ABN Amro en laatstelijk ASMI.⁷⁹ Ook de enquêtebeschikkingen inzake Unilever en DSM raken hier aan.⁸⁰

Een aanzet voor een verklaring van deze ontwikkeling kan gevonden worden in Factor 1: het ‘nieuwe denken’ over de positie van aandeelhouders binnen de vennootschap in de afgelopen vijftien jaar, gepaard met de toegenomen zeggenschap van aandeelhouders door wijzigingen in het wettelijk kader en de daadwerkelijke aanwending daarvan gedurende deze periode. Daarbij komt (i) niet alleen dat in Nederland beursvennootschappen – structurele – beschermingsconstructies zijn gaan ontmantelen, maar ook (ii) dat deze zich al langer en in toenemende mate Anglo-Amerikaans zijn gaan oriënteren terwijl hun aandeelhoudersbestand langzaam maar zeker (iii) verspreide (minder aandeelhouders met een controlerend belang), (iv) anoniemer werd, (v) sterker van samenstelling wisselde en (vi) internationaliseerde.⁸¹ Bij dat laatste valt bijvoorbeeld te denken, naast institutionele beleg-

⁷⁸ Zie voor een overzicht van veel voorkomende vormen van ‘wanbeleid’ Assink 2007, nr. 26.c en 27.b.

⁷⁹ OK 5 augustus 2009, *LJN* BJ4688, OK 13 mei 2009, *JOR* 2009/163 en OK 20 mei 2008, *JOR* 2008/158 (*ASM International*), OK 17 april 2008, *JOR* 2008/157 en OK 3 mei 2007, *JOR* 2007/143 (*ABN Amro Holding*), OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), OK 13 maart 2003, *JOR* 2003/85 (*Corus Nederland*), OK 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 en OK 16 oktober 2001, *JOR* 2001/251 (*Rodamco North America*), OK 21 januari 2002, *JOR* 2002/28, OK 19 september 2001, *JOR* 2001/224 en OK 4 juli 2001, *JOR* 2001/149 (*HBG*), OK 27 mei 1999, *JOR* 1999/121 en OK 3 maart 1999, *JOR* 1999/87 (*Gucci Group*) en OK 11 maart 1999, *JOR* 1999/89 (*Breevast*).

⁸⁰ OK 28 maart 2007, *JOR* 2007/118 (*Koninklijke DSM*) en OK 21 december 2004, *JOR* 2005/5 (*Unilever*).

⁸¹ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 24-25, Tiemstra/De Keijzer 2008, p. 192-193, Abma 2008, p. 197, Munsters/Abma 2008, p. 207-213, 217-218, SER-advies 2008, p. 34-37, A-G Timmerman in nr. 3.5 voor HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 (*Koninklijke DSM*), *Kamerstukken II* 2003/04, 29 752, nr. 2, p. 5, Abma 2007, p. 78, Boot/Cools 2007, p. 32-33, Timmerman 2002, p. 1546, Timmerman 2001, p. 470 e.v., Timmerman 1999, p. 276-278 en Timmerman 1996, p. 1318 e.v. Abma 2009, p. 506-508 bericht over nog intacte beschermingsconstructies en signaleert een tendens naar een toegenomen behoefte aan bescherming door beursvennootschappen, mede als gevolg ‘van de voorbeelden van “aandeelhoudersactivisme” in de afgelopen jaren.’ Van der Krans 2009, p. 164 verwijst naar recent onderzoek dat duidt op twee factoren ‘die de mate van aandeelhoudersactivisme →

gers zoals pensioenfondsen, aan de op grote schaal investerende buitenlandse professionele beleggers, zoals *hedge-funds* (niet-gereguleerde investeringsfondsen):⁸²

- (a) waarvan de achtergrond lang niet altijd even duidelijk is;
- (b) die veelal niet voor de lange termijn een belang in klaarblijkelijk ondergewaardeerde vennootschappen nemen (zeg voor enkele jaren), maar op betrekkelijk korte termijn hun slag willen slaan (zeg binnen een jaar of nog veel korter, al zijn er voorbeelden van langere termijn betrokkenheid, zoals bij Stork en ASMI);
- (c) bijvoorbeeld door aan te sturen op (i) het opbreken van de onderneming, (ii) grotere dividenduitkeringen, (iii) inkoop van aandelen, (iv) strategiewijzigingen en/of (v) wijzigingen in de samenstelling van het bestuur, en daarmee de onderwaardering vrij snel weg te nemen;
- (d) daartoe zeer grondig voorbereid en nogal eens pro-actiever en onconventioneler optreden dan de gemiddelde aandeelhouder (laat staan passieve belegger); en
- (e) niet zelden bereid zijn de daarvoor ten dienste staande – vennootschapsrechtelijke – middelen te benutten, zoals het opjatten/bespelen van de publieke opinie/media door het schrijven en vervolgens lekken van een vrij dwingend geformuleerde brief aan de vennootschap met de strekking dat deze een bepaalde strategische koers dient te gaan varen; zo valt achteraf bezien de ‘*Dear Sir* brief’ van *hedge-fund* TCI aan ABN Amro – waarin het bestuur in wezen werd opgeroepen de bank op te splitsen, ‘in het belang van de aandeelhouders’ – te duiden als het beginpunt voor de uiteindelijke overname van de bank, na een slepend overnamegevecht waarin zowel de Ondernemingskamer als de Hoge Raad een rol speelde.⁸³

bepalen: (1) het land van herkomst van de investeerder en (2) de omvang van zijn belang in de vennootschap. Beide factoren zijn economisch van aard.’ Zie voor de VS ABA Task Force 2009, p. 15-20, met actuele cijfers op dit gebied en een analyse van hoe institutionele aandeelhouders zich de afgelopen jaren steeds sterker hebben laten gelden.

⁸² Het is bepaald lastig daarvan een enigszins sluitende definitie te geven. Zie o.a. McCahery/Vermeulen 2008, p. 171 e.v., De Jong/Roosenboom/Verbeek/Verwijmeren 2007, Raaijmakers 2007, p. 24, Boot/Cools 2007, p. 20-22 en Maatman/Raaijmakers 2006, p. 256-262. Ook de rol van en aandacht voor staatsfondsen neemt toe. Zie Raaijmakers/Trommel 2008, p. 534-542.

⁸³ Zie Smit 2008, p. 379-384, 401-403. Inmiddels is één van de overnemende partijen zelf onderwerp van een enquêteprocedure. Zie OK 9 februari 2009, *JOR* 2009/70 en OK 24 november 2008, *JOR* 2009/9 (*Fortis*).

Aandacht bestaat ook voor *venture capital* (durfinvesteerdere die participeren in jonge bedrijven zonder bewezen staat van dienst en winstgevendheid) en vooral *private equity* partijen,⁸⁴ die:

- (a) doorgaans een wat langere termijn horizon voor hun investering hanteren (veelal enkele jaren);
- (b) in plaats van naar de waarde van het aandeel, waarop *hedge-funds* zich richten, vooral kijken naar de waarde van de ondergewaardeerde onderneming die zij overnemen (met behulp van vooral vreemd vermogen); en
- (c) zich in dat verband, door (i) de geconcentreerde zeggenschap, (ii) de financiële betrokkenheid en (iii) de brede informatiebasis, als ‘actief eigenaar’ opstellen (en kunnen opstellen).

De opkomst en werkwijze van deze partijen in de afgelopen jaren (ze bestaan en opereren al veel langer) valt in belangrijke mate te verklaren door economische factoren, zoals de beschikbaarheid van financiering in de markt – waaraan door de financiële crisis overigens goeddeels een einde lijkt te zijn gekomen⁸⁵ – en de wijze waarop die fondsen doorgaans zijn ingericht.⁸⁶ Dergelijk ‘activistisch’ aandeelhouderschap (dat dus in soorten en maten komt), althans het reële vooruitzicht daarop, kan disciplinerend werken en goed uitpakken voor de vennootschap, bijvoorbeeld wanneer een ondermaats presterende onderneming daardoor een verbetering slaagt en uit het slop wordt getrokken door middel van een financiële herstructurering, een strategische heroriëntatie en/of een vervanging van de ondernemingsleiding. De toevoeging ‘activistisch’ heeft beeldende kracht en historische wortels,⁸⁷ maar tegelijk een wat agressieve, rellerige connotatie die dus niet helemaal zuiver is. Er is een keerzijde: de focus op rendement voor de aandeelhouder op de korte(re) termijn – mede in termen van koersontwikkeling – die onvermijdelijk gepaard gaat met dergelijk activisme, want dáár is het deze aandeelhouders uiteindelijk primair om te doen, kan:

⁸⁴ Ook hier is een enigszins sluitende definitie lastig te formuleren. Zie o.a. Eijffinger/Koedijk 2007, p. 2-7, Brouwer 2007, p. 11-13, Boot/Cools 2007, p. 23-26, Frijns/Maatman 2007, p. 83 e.v., Kaemingk 2007, p. 2 en Maatman/Raaijmakers 2006, p. 256-262.

⁸⁵ Zie o.a. Kaemingk 2009, p. 374 e.v.

⁸⁶ Zie o.a. Brav/Jiang/Partnoy/Thomas 2008, p. 2, 35, Frijns/Maatman 2007, p. 68-75 en Maatman/Raaijmakers 2006, p. 256-262.

⁸⁷ Zie o.a. Boot/Cools 2007, p. 17-26 voor Nederland en de VS.

- (a) ten koste gaan van de lange(re) termijn perspectieven van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming (en daarmee ook van aandeelhouders met een lange(re) termijn horizon), indien het bestuur meegaat met die *focus* en juist daarop stuurt; of
- (b) de verhouding tussen ondernemingsleiding en aandeelhouders op scherp zetten en uiteindelijk resulteren in conflicten die de gang van zaken binnen de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming danig ontwrichten, indien het bestuur een materieel andere zienswijze heeft en persisteert (wat zich vooral bij *hedge-fund* activisme zal kunnen voordoen).⁸⁸

Die ambivalentie wordt inmiddels breed onderkend,⁸⁹ evenals het gegeven dat de invloed van financiële markten op aspecten van ondernemingsbestuur met deze ontwikkeling logischerwijs is toegenomen,⁹⁰ al wordt de discussie niet altijd even genuanceerd gevoerd.

Illustratief is de volgende passage in het verslag van een algemeen overleg tussen diverse vaste commissies, de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid en de Minister van Justitie over *corporate governance*, *hedge-funds* en *private equity* van 28 oktober 2008,⁹¹ afkomstig uit een betoog van de voorzitter van dat overleg: ‘Het is dringend nodig om de macht van opkoopfondsen aan banden te leggen. Het zijn vooral de Angelsaksische fondsen die eigenlijk als een olifant door onze polder denderen. De voorbeelden zijn bekend. De Hema, kabelmaatschappij Ziggo, afvalverwerker Van Gansewinkel en chipmaker NXP, bedrijven die volgestapeld worden met schulden. Winsten worden weggevreten, ze betalen geen belasting meer en de werknemers, klanten en toeleveranciers worden uitgeknepen. Het is het oordeel van mijn fractie dat dit struikroverskapitalisme een halt moet worden toegeroepen. (...) De ruimte die aandeelhouders in het verleden hebben gekregen (...) wordt nu op grote schaal misbruikt.’ In de discussie vallen ook vaak suggestieve termen als ‘barbaren’, ‘sprinkhanen’, ‘slopers’, ‘haaien’, ‘wolven’, ‘*assetstrippers*’ en zelfs ‘As van het Kwaad’.

⁸⁸ In het geval van PCM is de vennootschap er per saldo niet bijster goed uitgesprongen. Zie OK 10 januari 2008, *JOR* 2008/39 (*PCM Holding*). Zie o.a. Barneveld 2009a, p. 230-238 en Honée 2008, p. 130-132. Boot/Cools 2007, p. 35 wijzen erop dat dergelijk activisme ook ‘instabiliteit van de strategie kan veroorzaken’, hetgeen ondernemerschap niet bevordert.

⁸⁹ Zie o.a. De Jongh 2009, p. 445, *De Volkskrant* van 11 april 2009, p. 11 (‘De duivel gijzelde het kapitalisme’), McCahery/Vermeulen 2008, p. 3, SER-advies 2008, p. 38, Koelewijn 2008, p. 107-116, De Jong/Roosenboom/Verbeek/Verwijmeren 2007, p. 61 e.v., Raaijmakers 2007, p. 26-28, Van der Staay 2007, p. 237-238, Gortzak/Bloemarts 2007, p. 243-248, Boot/Cools 2007, p. 34-42, Frijs/Maatman 2007, p. 62-68, 81-82 en Maatman/Raaijmakers 2006, p. 256-262.

⁹⁰ Zie Raaijmakers 2009, p. 430-441.

⁹¹ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 27, p. 7-8. Zie ook Koelewijn 2008, p. 94.

Al met al lijkt in de communicatie binnen en buiten (vooral beurs)vennootschappen met de ondernemingsleiding vaker en scherper dan voorheen de nadruk zijn komen te liggen op nut en noodzaak van aandeelhouderswaardemaximalisatie op de korte(re) termijn, binnen het bredere verband van ‘de strategie’.⁹² Dat gezichtspunt⁹³ wringt met het van oudsher door het bestuur en de raad van commissarissen bij hun taakvervulling te hanteren richtsnoer (kort gezegd: het belang van de vennootschap), waarbij in de besluitvorming de belangen van alle betrokkenen – waaronder, maar niet alleen de aandeelhouders – dienen te worden betrokken, in het algemeen vanuit een langere termijn perspectief en gericht op een gezonde continuïteit van de onderneming (zie nr. 3.1.1-3.1.2). Tegen deze achtergrond bezien wekt het geen verbazing als (i) de discussie binnen de (beurs)vennootschap tussen aandeelhouders en ondernemingsleiding zich toespitst op strategie, tijdpad en in dat verband gevoerd beleid, (ii) deze steeds antagonistischer trekken krijgt en (iii) bij volharding van partijen uiteindelijk escaleert.

Mede gelet op art. 2:349a lid 2 BW vormt de enquêteprocedure dan een logisch nieuw strijdtoneel, waarbij ik in aanmerking neem dat de Ondernemingskamer er sinds het einde van de twintigste eeuw consequent en duidelijk blijk van gegeven heeft de grenzen van het speelveld te willen opzoeken, en waar mogelijk te verleggen.⁹⁴ Dat laatste is de praktijk niet ontgaan.⁹⁵ Sterker nog, deze opstelling van de Ondernemingskamer, mede in het kader van – een deel van – voornoemde jurisprudentie, is bepaald niet zonder kritiek gebleven. Ik volsta hier met een verwijzing naar het in februari 2008 verschenen advies van de SER getiteld *Evenwichtig ondernemingsbestuur*, met name het als bijlage 8.c bij het advies gevoegde onderzoeksrapport dat een zeer kritische analyse van enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer bevat.⁹⁶ De SER vat de bevindingen van dat onderzoek aldus samen (i) dat Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen – na de sterke vermindering van juridische vormen van bescherming – kwetsbaarder

⁹² Van der Staay 2007, p. 237 noemt bijvoorbeeld – toen de strijd rond ABN Amro nog moest losbarsten – CSM, Euronext, ASM International, VNU, Stork, KPN, TNT, Philips en Akzo Nobel: ‘Alles bij elkaar levert dit het beeld op van een zekere mate van nervositeit binnen het Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven.’

⁹³ De zorg bestaat dat de wijze van beloning van bestuurders te veel door dit gezichtspunt gedomineerd is geweest. Zie noot 52.

⁹⁴ Illustratief is Willems 2000a, p. 29-45.

⁹⁵ Zie o.a. Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 727, Cools/Geerts/Kroeze/Pijls 2009, p. 19-20, de *Corporate Governance Code* 2008, p. 47 (naschrift nr. 3) en reeds *Kamerstukken II* 2003/04, 29 752, nr. 2, p. 4.

⁹⁶ SER-advies 2008. Het rapport is sterk geïnspireerd door enquêterechtspraak inzake beursvennootschappen, maar dat vormt wel een duidelijke minderheid van de enquêtezaken. Dit vertekent het geschetste beeld van het enquêterecht enigszins.

zijn te achten dan vennootschappen in andere landen, zoals het VK en de VS, (ii) dat daarbij uiteenlopende factoren een rol spelen (zoals het sterk gespreide en geïnternationaliseerde aandelenbezit en de geringe betekenis van structurele economische beschermingsconstructies) en (iii) dat het enquête-recht aan aandeelhouders een zeer laagdrempelig instrument biedt om ingrepen in de strategie, het beleid en de organisatie van beursvennootschappen te bewerkstelligen, ook zonder dat is komen vast te staan dat sprake is van onrechtmatig handelen van bestuur of commissarissen. In het advies wordt onder meer aangestuurd op wetswijzigingen in het enquêterecht, die er mede op lijken te zijn gericht deze rechtsingang minder eenvoudig toepasbaar te maken in geschillen – binnen beursvennootschappen – tussen aandeelhouders en ondernemingsleiding over strategie en in dat verband gevoerd beleid (of scherper: de potentiële ‘hindermacht’ van aandeelhouders op dat vlak wat in te dammen). Ook staat het advies positief tegenover *verruiming* van de inspraak van werknemers.⁹⁷ Het advies is reeds van belang, nu naar verwachting eind 2009/begin 2010 een eerste voorstel voor wetswijzigingen inzake het enquêterecht verschijnt en ook wordt nagedacht over onder meer de verruiming van het spreekrecht van de ondernemingsraad in de algemene vergadering bij naamloze vennootschappen.⁹⁸ Overigens kan de vraag worden gesteld of de slagkracht van de Ondernemingskamer in dergelijke enquêteprocedures niet reeds in belangrijke mate is teruggebracht door de voorwaarden die de Hoge Raad inmiddels heeft verbonden aan toepassing van art. 2:349a lid 2 BW.⁹⁹ Hoewel het advies niet unaniem tot stand is gekomen, niet onverdeeld positief is ontvangen¹⁰⁰ en er inderdaad wel wat kanttekeningen bij te plaatsen zijn,¹⁰¹ illustreert het in ieder geval (i) dat ontwikkelingen op het gebied van ondernemingsbestuur onderwerp van discussie blijven en (ii) dat de positie van aandeelhouders in het model van ondernemingsbestuur thans weer vrij principieel wordt *herbezien*. De gedachte lijkt inmiddels vrij breed post te vatten dat de onder Factor 1 aangestipte bevordering van aandeelhouderszeggenschap mogelijk wat is doorgeschoten, zodat nu om die reden verstoring van de machtsbalans binnen de vennootschap dreigt. Dit is een trendbreuk, vergeleken met de situatie in het midden van de jaren negentig van de vorige eeuw. Hier valt globaal een slingerbeweging te ontwaren, met voor aandeelhouders:

⁹⁷ SER-advies 2008, p. 35-37, 49 e.v., 61 e.v. Zie ook Slagter 2008, p. 596.

⁹⁸ Zie de – op www.minjus.nl/ te raadplegen – brief van het Ministerie van Justitie aan de Tweede Kamer van 2 maart 2009, p. 7-8 (over herziening van het enquêterecht) en *Kamerstukken II* 2008/09, 31 877, nr. 1-4 (waarover Nowak 2009b, p. 263-265).

⁹⁹ Zie noot 72.

¹⁰⁰ Zie o.a. Holtzer 2008, p. 4 en Bartman/Holtzer 2008, p. 57 e.v.

¹⁰¹ Zie op het punt van het enquêterecht Assink 2008c, p. 235.

- (a) *gunstige* bewegingen in de negentiende eeuw (waarin bestuurders en commissarissen optraden als lasthebbers van aandeelhouders) en, zij het wat beperkter, aan het eind van de twintigste eeuw (zie nr. 2.1); en
- (b) *ongunstige* bewegingen sinds de eerste helft van de twintigste eeuw (zie nr. 2.1) en, zij het wat beperkter, in het huidige tijdvak (zie dit nr.).

Een slingerbeweging die zich ongetwijfeld zal voortzetten. Dit impliceert ook dat – ietwat naïef wellicht – aan het begin van de eenentwintigste eeuw niet serieus rekening is gehouden met de mogelijkheid dat aandeelhouders weleens op deze ‘activistische’ wijze gebruik zouden kunnen gaan maken van hun versterkte positie binnen de (beurs)vennootschap, erin resulterend dat een relatief kleine groep zeer grote invloed kan uitoefenen, vooral gericht op bevordering van het eigen belang.¹⁰²

Hierin speelt een tegenstelling, die moeilijk weg te nemen valt. Enerzijds wordt van aandeelhouders verwacht dat zij deelnemen aan de vennootschappelijke organisatie en aldus toezicht houden op met name het bestuur, waartoe hun zeggenschapspositie ook is versterkt en waaraan ook invulling is gegeven door bepaalde ‘professionele’ aandeelhouders die met een relatief beperkt belang een belangrijke stem zijn gaan vormen in de algemene vergadering. Het eens vertrouwde beeld van de passieve, rationeel apathische belegger in grote vennootschappen wordt zo steeds valer.¹⁰³ Anderzijds bestaat beduchtheid voor aandeelhouders die té actief behartiging van primair hun eigen belang op de korte termijn nastreven – welk belang zij op zich voorop mogen zetten en waartoe zij hun zeggenschap in beginsel ook mogen aanwenden (zie nr. 1.2) – en dan uit beeld verdwijnen, ten koste van de vennootschap (en de daarmee verbonden onderneming) en medeaandeelhouders met andere belangen. Een complicerend aspect van deze tegenstelling is dat regelgeving vaak uitgaat van een modelaandeelhouder, terwijl in werkelijkheid dé aandeelhouder niet bestaat. Denk bijvoorbeeld aan verschillen in (i) beleggingshorizon, (ii) omvang van het aandelenbelang, (iii) spreiding van de aandelenportefeuille, (iv) het beleid omtrent uitoefening van bevoegdheden/(stem)rechten en (v) combinaties van aandeelhouder- en schuldeiserschap.¹⁰⁴ Hierbij speelt ook dat, mede door de stevige en voortgaande aanpassingen in het Nederlandse model van ondernemingsbestuur in

¹⁰² Zie o.a. *De Volkskrant* van 5 juni 2009, p. 9 (‘We zagen de bad guys over het hoofd’) en van 6 juni 2009, p. 15 (‘Belegger kan hier alle wetten overtreden’) en Tiemstra/De Keijzer 2007, p. 196. Erg stellig is Gortzak/Bloemarts 2007, p. 243-248.

¹⁰³ Zie voor de VS ABA Task Force 2009, p. 15: ‘Overall, shareholder engagement provides the opportunity for overcoming collective choice problems and “rational apathy” in favour of meaningful shareholder oversight.’

¹⁰⁴ Zie o.a. Van der Krans 2009, p. 142 e.v., De Jongh 2007, p. 34-43 en reeds Slagter 1988, p. 18-31.

het afgelopen decennium (resultierend in een verhoogde regeldichtheid), bestuurders en commissarissen nog niet altijd even goed raad weten met de nieuwe en complexer geworden verhoudingen binnen de vennootschap. Het stof is wat dat betreft duidelijk nog niet geheel neergedaald. Hoe dat ook zij, er zijn meer juridische stengels in de wind die wijzen op een sterke tendens naar herkalibrering van de aandeelhouderspositie, op terugtrekkende bewegingen, ter beteugeling van een overdaad aan kortademigheid bij – kort gezegd – aandeelhouders. Ik noem er vier.

Ik wijs *allereerst* op een recent opgekomen problematiek in het vennootschaps- en effectenrecht, namelijk die van het in verschillende handen kunnen zijn van het economisch belang bij en de juridische eigendom van aandelen in beursvennootschappen. Hoewel er tot voor kort in de regel van werd uitgegaan dat deze in één hand zijn, leert de praktijk inmiddels dat het anders kan en ook nogal eens anders is, zonder dat nu echt inzicht bestaat in de precieze werking en gevolgen daarvan. Dit aspect, dat steeds meer wordt onderkend (al wordt het niet bestreken door het bij het derde punt hierna genoemde wetsvoorstel), kleurt de bredere discussie over de positie van aandeelhouders in (beurs)vennootschappen, omdat dit kan leiden tot knelpunten nu het vennootschaps- en effectenrecht ervan uitgaat dat economisch belang en juridische eigendom niet in verschillende handen zijn. Hierbij past de toenemende aandacht voor de rol van *hedge-funds*, die zich nogal eens van dergelijke technieken bedienen.¹⁰⁵ Ik wijs ook op het besluit van de AFM en DNB in oktober 2008 tot een tijdelijk verbod van *naked short-selling*¹⁰⁶ om – in tijden van hevige economische malaise (zie nr. 2.1) – het speculeren op koersverliezen op effectenbeurzen tegen te gaan. Vermoed werd dat sommige beleggers *short*-posities hadden misbruikt en koersen van aandelen in bancaire instellingen hadden beïnvloed door negatieve geruchten te verspreiden over de financiële positie van die instellingen. Het innemen van soortgelijke posities behoort veelal tot de basis van door *hedge-funds* gehanteerde beleggingsstrategieën.¹⁰⁷ Dit soort ontwikkelingen, gepaard met het beeld dat bestaat over de intensiteit en creativiteit waarmee ondoorzichtige *hedge-funds* en *private equity* partijen op ogenschijnlijk vaak succesvolle wijze hun eigen korte termijn belang (lees: financieel gewin) bevorderen,¹⁰⁸

¹⁰⁵ Zie o.a. Raaijmakers 2007, p. 24 e.v., 56, 71-72, De Jongh 2007, p. 34 e.v. en Maatman/Raaijmakers 2006, p. 256 e.v.

¹⁰⁶ Zie Hijink 2009, p. 412-415 en Oppelaar 2008, p. 552-554. Dit is op zich een aanvaarde techniek. Zie Raaijmakers 2007, p. 12 e.v. en het – via www.commissiecorporategovernance.nl/ gepubliceerde – consultatiedocument opgesteld in december 2006 door de *Monitoring Commissie Corporate Governance*, p. 16.

¹⁰⁷ Zie o.a. Oppelaar 2008, p. 552-554 en De Jong/Roosenboom/Verbeek/Verwijmeren 2007, p. 47 e.v., 54 e.v.

¹⁰⁸ Zie voor voorbeelden o.a. Maatman/Raaijmakers 2006, p. 256 e.v. Zie ter nuancering Brav/Jiang/Partnoy/Thomas 2008, p. 2 e.v. en Boot/Cools 2007, p. 22-23, 27-28.

kleurt de perceptie door buitenstaanders – waaronder politici – van dergelijke partijen negatief. Dit straalt weer niet erg gunstig af op de aandeelhouderspositie in meer algemene zin. Deze scepsis, die vooralsnog overigens niet overtuigend door wetenschappelijk onderzoek wordt ondersteund, lijkt diep geworteld.¹⁰⁹ Een mooi voorbeeld is de parlementaire behandeling van het in nr. 2.1 aangehaalde wetsvoorstel betreffende de uitoefening van bepaalde bevoegdheden/rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen. Daarin vroegen de leden van de CDA-fractie aan de Minister van Justitie of met name *hedge-funds* ‘profiteren van de versterkte aandeelhoudersrechten’ en of de richtlijn waarmee het wetsvoorstel verband houdt voorziet in nieuwe mogelijkheden voor *hedge-funds* om ‘ondernemingen onder druk te zetten’. Zowel deze vraag als het antwoord daarop van de minister, waarin deze benadrukt dat de richtlijn niet leidt tot de introductie van geheel nieuwe aandeelhoudersbevoegdheden/-rechten en dat geen enkele aandeelhouder misbruik van zijn bevoegdheden/rechten mag maken,¹¹⁰ geeft nou niet direct blijk van een erg positieve grondhouding jegens dergelijke beleggers.

Ik noem *ten tweede* de in december 2008 herziene *corporate governance* code. Daarin wordt veel uitvoeriger dan voorheen stilgestaan bij de rol van aandeelhouders (zie nr. 2.1) en is zelfs expliciet opgenomen in principe IV.4 dat aandeelhouders zich jegens de vennootschap, haar organen en hun medeaandeelhouders naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid dienen te gedragen. Dat vloeit reeds voort uit art. 2:8 BW, maar behoeft kennelijk benadrukking. Ook signaleert de code dat naarmate het belang dat een aandeelhouder in de vennootschap houdt groter is, zijn ‘verantwoordelijkheid’ jegens de vennootschap, minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen toeneemt.¹¹¹ Dit ligt in het verlengde van eerdere advisering in 2006 en 2007 van de *Monitoring Commissie Corporate Governance*. De boodschap is duidelijk: aandeelhouders hebben niet alleen rechten, maar ook plichten. Daarbij schrijft de code in *best practice* bepaling IV.4.4 nu zelfs onder meer voor (i) dat een aandeelhouder het in art. 2:114a BW vervatte agenderingsrecht slechts uitoefent nadat hij daaromtrent in overleg is getreden met het bestuur, (ii) dat wanneer een of meer aandeelhouders het voornemen hebben de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap – bij-

¹⁰⁹ Zie o.a. De Jongh 2009, p. 445, *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 29, p. 3 en *Kamerstukken II* 2007/08, 31 083, nr. 6, p. 1 en nr. 5, p. 4. Uit De Jong/Roosenboom/Verbeek/Verwijmeren 2007 volgt dat die perceptie nuancering behoeft. Ook de ontwikkeling van bestuurdersbeloningen heeft geleid tot maatschappelijke discussie. Zie o.a. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 29, p. 3.

¹¹⁰ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 3, p. 9.

¹¹¹ *Corporate Governance Code* 2008, p. 7 (preambule nr. 9). Zie nader nr. 3.2.3.

voorbeeld door het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen – het bestuur in de gelegenheid wordt gesteld een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren (de zogeheten ‘responstijd’), (iii) dat dit ook geldt voor een voornemen als hiervoor bedoeld dat strekt tot rechterlijke machtiging voor het bijeenroepen van een algemene vergadering op grond van art. 2:110 BW en (iv) dat de desbetreffende aandeelhouder de door het bestuur ingeroepen responstijd van maximaal 180 dagen in de zin van *best practice* bepaling II.1.9 ‘respecteert’ (berekend vanaf het moment waarop het bestuur door één of meer aandeelhouders op de hoogte wordt gesteld van het voornemen tot agendering tot aan de dag van de algemene vergadering waarop het onderwerp zou moeten worden behandeld). Wat dit precies betekent is niet helemaal helder, mede omdat de ene bepaling zich richt tot het bestuur en de andere tot de aandeelhouder en ‘strategie’ niet een erg eenduidig begrip is. De toepassing van deze responstijd is wel geclausuleerd. Het bestuur dient de responstijd te gebruiken voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de desbetreffende aandeelhouder(s), en ter verkenning van de alternatieven (de raad van commissarissen dient hierop toe te zien). Bovendien (i) mag de responstijd per algemene vergadering slechts eenmaal worden ingeroepen, (ii) geldt deze niet ten aanzien van een aangelegenheid waarvoor reeds eerder een responstijd is ingeroepen en (iii) geldt deze evenmin wanneer een aandeelhouder als gevolg van een geslaagd openbaar bod over ten minste driekwart van het geplaatst kapitaal beschikt.¹¹² Dit is allemaal nogal zwart-wit, net als de maximum termijn van 180 dagen. Ik kan me best voorstellen dat, indien voorgelegd aan de rechter (lees met name: de Ondernemingskamer) en afhankelijk van de omstandigheden van het geval, de soep niet zo heet gegeten wordt als opgediend in de code. Ondanks de aanbeveling daartoe van de *Monitoring Commissie Corporate Governance* in december 2008, heeft het kabinet inmiddels besloten niet in de wet gestalte te geven aan het in *best practice* bepaling II.1.9 vervatte uitgangspunt. Hij kiest voor een ander initiatief (zie (b) direct hierna), waarvan de commissie inmiddels juist te kennen heeft gegeven de meerwaarde ervan sterk te betwijfelen.¹¹³ Deze responstijd-bepaling blijft daardoor verstoken van enige wettelijke grondslag (anders dan, afhankelijk van de omstandigheden van het geval, mogelijk art. 2:8 BW). Dat is problematisch, omdat deze bepaling niet samenvalt met het bepaalde in art. 2:110 BW en art. 2:114a BW, die van dwingend recht zijn. Een interessante vraag is nog wat er gebeurt als de algemene vergadering niet wenst dat de vennootschap *best practice* bepaling II.1.9 toepast, maar daarvan afwijkt. Doorgaans zal de

¹¹² Zie ook Nowak 2009a, p. 38-39 en Nowak 2008a, p. 430-431.

¹¹³ Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 29, p. 12 en nr. 32, p. 19, 26-27, 41 respectievelijk de *Corporate Governance Code* 2008, p. 45 (naschrift nr. 3).

nadruk juist liggen op bepalingen die niet worden nageleefd. De code bepaalt niet meer in principe I dan dat *het bestuur en de raad van commissarissen* verantwoordelijk zijn voor ‘de corporate governance structuur van de vennootschap en voor de naleving van deze code’ en daarover verantwoording afleggen aan de algemene vergadering (via de door haar vast te stellen jaarrekening). Het komt mij voor dat als de algemene vergadering het bestuur en de raad van commissarissen intern niet tot een andere koers kan bewegen (zelfs niet door het onthouden van kwijting; zie nr. 1.2 en 2.1) slechts de gang naar de rechter resteert, waarbij dat verschil van mening over het te voeren beleid op dat punt dan in wezen centraal staat.¹¹⁴

Wél, en dat is meteen *het derde punt*, heeft het kabinet recent ingestemd met toezending aan de Tweede Kamer van een wetsvoorstel tot wijziging van onder meer de Wft en Boek 2 BW, naar aanleiding van het advies van de *Monitoring Commissie Corporate Governance* van 30 mei 2007 (hier is een zekere wisselwerking zichtbaar tussen enerzijds wetgeving en anderzijds zelfregulering).¹¹⁵ De achtergrond van het wetsvoorstel is dat de afgelopen periode gevallen aan het licht ‘[heeft] gebracht van ondernemingen waarin een strategie werd gehanteerd die gericht was op het maken van (koers)winst op de korte termijn en risicovolle financieringsstructuren’, waarbij ‘niet zelden aandeelhouders aan[drongen] op een dergelijke focus.’ Het kabinet onderstreept het gepercipieerde belang van het bieden van tegenwicht aan ‘de korte termijn gerichtheid van sommige aandeelhouders én bestuurders’, met name door de bevordering van ‘stabiel aandeelhouderschap’.¹¹⁶ Het wetsvoorstel bevat daartoe – kort gezegd – onder meer:

- (a) een verlaging in de Wft van de eerste drempel voor melding van zeggenschap en kapitaalbelang in beursvennootschappen van 5% naar 3%;
- (b) de introductie in de Wft van een plicht voor aandeelhouders van beursvennootschappen die ten minste 3% van het geplaatste kapitaal houden onverwijld hun intenties bekend te maken bij de AFM (waarna vervolgens ook iedere wijziging van intenties onverwijld dient te worden gemeld);
- (c) een verhoging van de drempel voor gebruikmaking van het agendingsrecht ex art. 2:114a BW voor aandeelhouders van 1% tot 3% en het laten vervallen van de alternatieve beurswaarddrempel; en

¹¹⁴ Zie o.a. *Kamerstukken I* 2003/04, 28 179, D, p. 2. Ik wijs ook op De Monchy 2009, p. 11-13 en *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 27.

¹¹⁵ *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 1-3.

¹¹⁶ Zie ABA Task Force 2009, p. 18 voor aanwijzingen dat de prestaties van de vennootschap gebaat zijn bij (i) lange termijn aandeelhouderschap van institutionele beleggers en (ii) meer toewijding van onafhankelijke niet-uitvoerende (toezichthoudende) bestuurders.

- (d) de introductie in de Wge van de mogelijkheid voor in Nederland beursgenoteerde vennootschappen voorafgaand aan een (bijzondere) algemene vergadering de identiteit- en adresgegevens te achterhalen van haar uiteindelijke investeerders in termen van aandeel- en certificaathouders (investeerders die individueel of gezamenlijk ten minste 10% van het geplaatste kapitaal houden, kunnen de vennootschap verzoeken dit identificatieproces te starten), waarna de aldus verkregen gegevens geheim moeten worden gehouden, maar wel mogen worden aangewend om de kapitaalverschaffers te informeren (dat laatste is in beginsel ook mogelijk voor aandeelhouders die individueel of gezamenlijk ten minste 1% van het geplaatste kapitaal houden).

Daarnaast zal het kabinet op korte termijn onderzoeken of nadere wettelijke facilitering van lange termijn aandeelhouderschap mogelijk en wenselijk is, bijvoorbeeld de mogelijkheid om trouwe aandeelhouders (zoals bepaalde minderheidsaandeelhouders) te belonen door toekenning van meer stemrecht of dividend.¹¹⁷ Dit is een parallel traject. Een dergelijke ontwikkeling zou in die zin vruchten kunnen afwerpen dat daardoor een stabiele en bekende basis van het aandeelhoudersbestand ontstaat, die het voeren van een constructieve dialoog vergemakkelijkt voor het bestuur en mogelijk de wind uit de zeilen neemt van aandeelhouders met een eigen korte termijn agenda. Dit pakket aan maatregelen zou het voor een of meer *individuele* aandeelhouders – met name in beursvennootschappen – bepaald lastiger maken om, onder de radar opererend, een zekere mate van invloed op te bouwen en vervolgens het bestuur onder druk te zetten door bijvoorbeeld het aan de orde stellen van bepaalde kwesties tijdens de algemene vergadering. De vraag is wel of de centrale gedachte van het wetsvoorstel echt bestaat uit het bevorderen van een constructieve dialoog binnen de vennootschap tussen aandeelhouders en ondernemingsleiding, zoals het kabinet het doet voorkomen (en zoals voorgeschreven door principe IV.4 van de Nederlandse *corporate governance* code). Het primaire doel lijkt mij eerder het wegnemen van een zekere informatieachterstand bij de ondernemingsleiding, door ook (i) de identiteit, (ii) de bewegingen in het aandelenbelang en (iii) de intenties van bepaalde kapitaalverschaffers transparanter te maken. Hier zit een mate van wederkerigheid in, een ‘gelijk(er) speelveld’ gedachte, die mij niet bij voorbaat als onzinnig voorkomt.¹¹⁸ Of die aldus bij de vennootschap vergrote transpa-

¹¹⁷ Zie over dat laatste o.a. HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 (*Koninklijke DSM*), r.o. 3.2-3.3. Ik wijs ook op *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 34-35, 41.

¹¹⁸ Zie ook Raaijmakers 2007, p. 54 en Verdam 2007, p. 70: ‘De afstand tussen onderneming en haar aandeelhouders is sterk vergroot door de groeiende internationalisering van het aandeelhoudersbestand. Daarnaast heeft de ontwikkeling van een snel wisselend aandelenbezit in combinatie met praktijken van securities lending en hedging sterke vraagtekens doen →

rantie, waardoor de ondernemingsleiding gericht kan opereren, vervolgens ook daadwerkelijk leidt tot een – betere – dialoog is echter vers twee; *it takes two to tango*. Ik wijs hier ook op art. 2:114a BW. Zo was toch de voorname reden van de wetgever voor invoering in 2004 van het daarin vervatte agenderingsrecht het verbeteren van de algemene vergadering als forum voor informatie-uitwisseling, hetgeen op zichzelf een voorwaarde is voor het plaatsvinden van een gemotiveerde gedachtenuitwisseling c.q. discussie. Overigens is op zijn minst twijfelachtig in hoeverre, zeker bij grotere vennootschappen met een verspreid aandeelhoudersbestand en een noemenswaardige opkomst van aandeelhouders, ter algemene vergadering een volwaardige dialoog kán plaatsvinden tussen aandeelhouders, bestuur en raad van commissarissen.¹¹⁹ Een wijziging in de bevoegdhedenverdeling werd kennelijk niet beoogd in 2004, wat ook verklaart waarom de regeling nauwelijks is geclausuleerd. De daarin vervatte drempel strekt ertoe aandeelhouders die ‘een zekere verbondenheid met de vennootschap’ hebben het agenderingsrecht toe te kennen, niet meer dan dat (waarbij aantekening verdient dat lid 3 statutaire afwijkingen ‘naar beneden’ mogelijk maakt).¹²⁰ De procentueel niet verwaarloosbare verhoging van de agenderingsdrempel, waarbij geen onderscheid wordt gemaakt in het onderwerp van agendering, bevordert die informatie-uitwisseling niet. Dit illustreert voor mij dat het wetsvoorstel kennelijk ook op dit punt niet zozeer staat in de sleutel van dialoogbevordering (ter algemene vergadering), als wel van inperking van de mogelijkheid voor aandeelhouders om art. 2:114a BW aan te wenden voor – kort gezegd – het bevorderen van een spoedige strategiewijziging door voorstellen daartoe in stemming te brengen, want daarvoor lijkt deze mogelijkheid in de praktijk vooral te zijn aangewend.¹²¹ De voorgestelde ongedifferentieerde verhoging van de agenderingsdrempel heeft overigens wat weg

rijzen naar de relatie tussen de juridische aandeelhouder die over de stemrechten beschikt en de economische belanghebbende bij het aandeel. Het leidt tot een diffuusheid, ook voor de onderneming, met betrekking tot de actoren en de motieven bij machtsuitoefening in en door de AVA.’

¹¹⁹ Zie ook Abma 2009, p. 502, die verduidelijkt dat dit knelpunt zich niet bij iedere beursvennootschap voordoet, en noot 58. Hieraan kan ten dele tegemoet gekomen worden door periodiek bijeenkomsten te organiseren, waarop de aandeelhouders worden geïnformeerd (‘bijgepraat’) over actuele thema’s binnen het vennootschappelijk en ondernemingsbeleid en waarover vervolgens van gedachten kan worden gewisseld.

¹²⁰ *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 7, 11-12.

¹²¹ Dit blijkt ook wel uit *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 31, waarin verwezen wordt naar beperking van het agenderingsrecht, met dien verstande dat het kabinet ‘[v]erdergaande beperkingen’ van de rechten van aandeelhouders ‘niet gepast [acht]’. Zie ook Munsters/Abma 2008, p. 215 die rapporteren dat de ‘gevallen die in de openbaarheid zijn gekomen laten zien dat uitsluitend buitenlandse hedge-funds gebruik hebben gemaakt van het agenderingsrecht’ bij beursvennootschappen, waarbij het ging om splitsing van de vennootschap, wijziging van het dividendbeleid c.q. de strategie of het aangaan van een fusie.

van vechten tegen windmolens, indien juist is de stellingname van Eumedion dat in 2009 vooralsnog geen gebruik is gemaakt van het agenderingsrecht binnen de door het onderzoek bestreken vennootschappen, terwijl het aantal agenderingsvoorstellen in 2008 zes bedroeg bij twee beursvennootschappen.¹²² Dat zijn toch geen ernstig verontrustende cijfers.

Deze verhoging van de agenderingsdrempel oogt vooralsnog aan de rigoureuze kant wat betreft onderwerpen die niet raken aan een dergelijke strategiediscussie (al worden zo wel lastige definitiekwesties vermeden). Ik maak hier een onderscheid, omdat met name strategiediscussies met bepaalde dwingende aandeelhouders – eventueel gekoppeld aan andere initiatieven, zoals een gelekte ‘*Dear Sir* brief’ – gevolgd door een agenderingsactie de vennootschap (c.q. de aandelenkoers) kunnen meezuigen in een proces waarop het bestuur en de raad van commissarissen hooguit nog beperkte invloed hebben (de *ABN Amro*-casus is daarvan een voorbeeld), ook omdat de stemverhoudingen vaak vooraf al zijn bepaald en het verloop van de gedachtenuitwisseling/discussie ter algemene vergadering er dan niet meer zoveel toe doet.¹²³ Daardoor kunnen persisterende bestuurders en commissarissen met de rug tegen de muur komen te staan, ook al zijn zij juridisch strikt genomen niet gebonden aan de besluitvorming door de algemene vergadering omdat daaraan hooguit een (dwingend) advies/aanbeveling/verzoek status kan worden toegekend (dit worden in de VS wel *precatory proposals* genoemd). Die feitelijke gevolgen van een dergelijk scenario dienen niet te worden onderschat. Een verhoogde agenderingsdrempel kan in dat verband dan ook een welkom steuntje in de rug zijn voor het bestuur en de raad van commissarissen, al is dit geen panacee en laat dit mijns inziens onverlet dat een grotere aandacht voor aanscherping van gedragsnormen voor aandeelhouders aangewezen is (zie nr. 3.2.3 en 3.3.2). Het is overigens niet bijkans onmogelijk voor bestuur en raad van commissarissen om zelf een dergelijke ‘rug tegen de muur’ gang van zaken tijdig te beïnvloeden/te voorkomen, al besef ik dat de theorie niet altijd even eenvoudig in de praktijk te brengen zal zijn. Juist daarvoor is, enigszins paradoxaal, het *zoeken van de dialoog* de aangewezen weg (waar nodig en mogelijk royaal voorafgaand aan de convocatie van een algemene vergadering). Zij, en soms vooral een of meer commissarissen (zie nr. 3.2.2), zullen dan in ieder geval tijdig moeten trachten vast te stellen:

¹²² Eumedion 2009, p. 16. Zie ook Abma 2009, p. 501: ‘Aandeelhouders maakten voor de reguliere algemene vergaderingen in 2009 geen enkele keer gebruik van het recht om zelf onderwerpen voor bespreking aan te dragen.’

¹²³ Zie Abma 2009, p. 502, Tiemstra/De Keijzer 2008, p. 195, Abma 2008, p. 199 en Boot/Cools 2007, p. 35-36. Dan is normaliter geen sprake meer van een besluit dat tot stand komt als ‘vrucht van onderling overleg’, zoals bedoeld in HR 15 juni 1968, *NJ* 1969, 101 (*Bureau Wijsmuller Scheepvaart-, Transport- en Zeesleepvaartmaatschappij/Wijsmuller*).

- (a) wie de belangrijkste aandeelhouders zijn;
- (b) wat de inhoud, concreetheid, onderbouwing en voorzienbare gevolgen van hun wensen/visie omtrent de strategie van de vennootschap zijn;
- (c) wat het historisch gedrag, de voorziene termijn en de omvang van hun aandeelhouderschap is;
- (d) op hoeveel steun zij kunnen rekenen onder andere aandeelhouders; en
- (e) hoe zich dat vervolgens verhoudt tot de gevoerde strategie, de reeds kenbaar gemaakte vervolgstappen in dat verband en eventueel gewekte verwachtingen/gedane toezeggingen door het bestuur (en/of de raad van commissarissen).

Dit impliceert ten minste de bereidheid bij het bestuur/de raad van commissarissen en aandeelhouders tot het structureel voeren van een constructieve en integere dialoog, bijvoorbeeld (juist?) in bilaterale gesprekken (al zitten daar haken en ogen aan, waaronder de voorkennisproblematiek en het gelijkheidsbeginsel van art. 2:92/201 lid 2 BW). Die dialoog wordt bevorderd door het vertonen van consistent en voorspelbaar gedrag door de ondernemingsleiding, maar vereist wel dat de wederzijdse beweegredenen duidelijk zijn, dus ook die van zijn gesprekspartner(s). Het ligt verder in de rede dat de betreffende aandeelhouder(s) in de gelegenheid gesteld moet(en) worden zijn (hun) opvattingen gemotiveerd aan de overige aandeelhouders voor te houden, vergezeld van de zienswijze van bestuur (en raad van commissarissen).¹²⁴ De uitkomst van de dialoog zal mede richting kunnen geven aan het te voeren ondernemingsbeleid, maar het primaat daartoe blijft rusten bij het bestuur, al zal het doorgaans aanbeveling verdienen niet onverkort een lijn te – blijven – volgen die haaks staat op de wens van een meerderheid van de aandeelhouders, mede gelet op het feit dat de aan de aandeelhouders toekomende ontslagbevoegd-

¹²⁴ Dit strookt met de lijn die gevolgd wordt – zij het in ander verband – in o.a. HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (*Rodamco North America*), r.o. 3.7 en verwante rechtspraak van de Ondernemingskamer, waaronder OK 20 mei 2008, *JOR* 2008/158 (*ASM International*), r.o. 3.7, OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), r.o. 3.12, 3.17, OK 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 (*Rodamco North America*), r.o. 3.9, OK 8 maart 2001, *JOR* 2001/55 (*Gucci Group*), r.o. 4.6 en OK 11 maart 1999, *JOR* 1999/89 (*Breevast*), r.o. 4.16. Dit past ook bij principe IV.1 van de *Corporate Governance* Code 2008. Uitgekristalliseerde *best practices* bestaan hier (nog) niet; moeten die er niet komen, bijvoorbeeld bij een eventuele aanpassing van de *Corporate Governance* Code 2008? Het valt op dat in de praktijk eigenlijk alleen bestuurders, commissarissen en aandeelhouders tot de gesprekpartners gerekend kunnen worden. Anderen, zoals werknemers, klanten en crediteuren, hebben hierin nauwelijks (zie voor *werknemers* wel art. 2:347 BW – waarvan niet veel gebruik wordt gemaakt – en de WOR) tot geen stem. Het lijkt mij in ieder geval gewenst dat de – voorzitter van de – raad van commissarissen (vooraf) weet heeft van eventuele gesprekken tussen bestuur(ders) en aandeelhouders en (achteraf) bekend wordt met de inhoud daarvan, indien daarbij geen commissarissen betrokken zijn (zie nr. 3.2.2). Commissarissen dienen hier van de hoed en de rand te weten, niet in het duister te tasten.

heid ook weer niet te beperkt dient te worden opgevat (zie nr. 3.3.2).¹²⁵ Let wel: een dialoog biedt kansen, geen garanties op een bevredigende uitkomst. Het oprecht pogen te voeren van een dialoog biedt ook de mogelijkheid voor de vennootschap om de redelijkheid van haar handelwijze sterker aan te zetten (dossieropbouw), voor het geval het tot een gang naar de rechter komt en deze naar de voorgeschiedenis van het geschil gaat kijken om de posities van partijen op waarde te kunnen schatten. Dergelijke ‘*optics*’ spelen daarbij ongetwijfeld een rol.¹²⁶ Ik kom op onderdelen van het wetsvoorstel terug in nr. 3.2.3.

Last but not least noem ik in dit verband de recente internationale financiële crisis en de mogelijke oorzaken daarvan (zie nr. 2.1). Inmiddels ligt de vraag op tafel of deze *credit crunch* niet in belangrijke mate mede is veroorzaakt doordat aandeelhouders, vooral van financiële instellingen, zich hebben blindgestaard op korte termijn maximalisering van aandeelhouderswaarde en de ondernemingsleiding daartoe hebben ‘opgejaagd’.¹²⁷ Door die crisis en de sporen ervan in economieën wereldwijd, wordt in wezen de al langer bestaande controverse rond aandeelhoudersinvloed verder uitvergroot.¹²⁸ Dat deze vraag niet voor eenduidige beantwoording vatbaar is¹²⁹ staat er niet aan in de weg, dat ook deze ontwikkeling als katalysator werkt voor een heroriëntatie – onder meer in de politiek – op de positie van aandeelhouders in het huidige model van ondernemingsbestuur. Illustratief is de motie van Tweede Kamerlid Kant van 10 juni 2009, met het verzoek aan de regering in verband met de kredietcrisis ‘met voorstellen te komen om de macht van aandeelhouders binnen bedrijven in te perken.’ De motie is op 16

¹²⁵ Zie Munsters/Abma 2008, p. 224-225, Honée 2007, p. 20-29 en Strik 2007, p. 233-237 met aandachtspunten voor bestuur en raad van commissarissen. Zie ook principe IV.3 van de *Corporate Governance Code* 2008. Van der Staay 2007, p. 245-259 benoemt enkele instrumenten en valkuilen voor ‘actieve beleggers’.

¹²⁶ Zie o.a. Veasey 2005, p. 1506: ‘*The best advice as a general matter is that the most effective prophylactic against liability is for directors to implement a pattern of best corporate governance practices. That is not to say that directors who do not follow these good practices are necessarily vulnerable to liability. But if they do have good corporate governance processes, those processes and the optics might help them in the eyes of a court or a regulatory authority.*’ Dit lijkt mij in het enquêterecht niet wezenlijk anders te werken.

¹²⁷ Zie Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 25.

¹²⁸ Zie ook *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 3, p. 1, waarin de Minister van Justitie – naar aanleiding van de vraag ‘wat de gevolgen kunnen zijn van de kredietcrisis voor de positie van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen’ – de problematiek vooral benadert vanuit het belang dat aandeelhouders erbij kunnen hebben om het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen te ‘controleren’. Ook maken de parlementariërs kenbaar geen behoefte te hebben aan uitbreiding van de zeggenschap van aandeelhouders, waarop de minister antwoordt dat geen initiatieven in die richting worden ontplooid.

¹²⁹ Zie bijvoorbeeld *Het Financieele Dagblad* van 3 juli 2009, p. 15 (‘Aandeelhouder niet hoofdschuldig aan crisis’). Zie voor het VK Walker 2009.

juni 2009 aangenomen en gevolgd door het zojuist genoemde wetsvoorstel. Inmiddels heeft het kabinet te kennen gegeven geen verdergaande ‘beperkende’ maatregelen te zullen treffen.

Er wordt wel gezegd dat het fout is om aan te nemen dat de aanvankelijk breed gedragen vergroting van aandeelhouderszeggenschap die de afgelopen jaren plaatsvond de oorzaak is van de opkomst van ‘activistische’ aandeelhouders, met name *hedge-funds*.¹³⁰ Hoewel die gedachte mij op zich juist voorkomt (een dergelijk oorzaak/gevolg verband is er denk ik niet, zie hiervoor), geloof ik er niet zo in dat juist die aanname in Nederland op grote schaal is gemaakt. Het voorgaande overziend kom ik dus veeleer tot de conclusie dat hier pas na verloop van tijd het besef is doorgedrongen dat de intensivering van aandeelhoudersinvloed in brede zin niet alleen misstanden kan helpen voorkomen, maar ook ontregelend kan werken voor de vennootschap (bijvoorbeeld doordat de koers van het gevoerde ondernemingsbeleid bij herhaling ter discussie wordt gesteld). Dat is toch iets anders. Als ik door de retoriek probeer heen te prikken lijkt de hoofdgedachte in nieuwe en voorgestelde regelgeving thans ook niet zozeer te zijn om door juridische maatregelen specifiek *hedge-funds* en soortgelijke partijen te weren of te knechten (een draconische ingreep, zie wederom hiervoor), maar om het bestaande machtsverwicht binnen vooral beursvennootschappen fijner af te stellen, te *tweaken* zoals Amerikanen dat ietwat eufemistisch uitdrukken.¹³¹ Die gedachte dient te worden gezien in het licht van het gegeven dat, nu aandeelhouders hun gedurende het afgelopen decennium versterkte zeggenschap inmiddels daadwerkelijk zijn gaan aanwenden, de aandacht als vanzelf meer verschuift naar de vragen (i) hoe aandeelhouders die zeggenschap dienen aan te wenden en (ii) hoe dat kan worden bevorderd.¹³² Uit het voorgaande volgt dat oplossingen gezocht kunnen worden in (i) het aan-

¹³⁰ Zie Kroeze 2008, p. 219. Reumkes 2008, p. 155 zit kennelijk op de door Kroeze bedoelde lijn.

¹³¹ In de VS bestaat, als gevolg van de huidige politieke verhoudingen (vooral de wisseling van de wacht in het Witte Huis) en de financiële crisis, op *federaal* niveau juist de tendens om de aandeelhouderspositie in beursvennootschappen door wetgeving te versterken (waarbij de leus *say on pay* vaak valt). Zie voor een overzicht de – kritische – beschouwingen van o.a. LDN 2009, p. 9-10, Coates 2009, Katz 2009 en Bainbridge 2009b. Daarbij verdient aantekening dat thans, in vergelijking met Nederland, aandeelhouders in Amerikaanse kapitaalvennootschappen minder zeggenschap toekomt. Zie voor een grondige rechtsvergelijking van aandeelhoudersposities in West-Europese jurisdicties en de VS Cools 2005b, p. 697-766. Zie voor de positie van aandeelhouders onder het vennootschapsrecht van Delaware o.a. Van der Krans 2009, p. 174 e.v.

¹³² Zie o.a. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 23. Dat geldt niet voor initiatieven die op het niveau van de EU worden ontplooid om tot regulering van ‘alternatieve investeringsfondsen’ zoals *hedge-funds* en *private equity* partijen te komen. Er is een *lobby* gaande vanuit het VK en de VS om dit initiatief te ontmoedigen, hoewel ook daar regulering van dergelijke partijen actueel is. Zie o.a. Ribstein 2009.

schermen van gedragsnormen voor aandeelhouders, (ii) het vergroten van de door aandeelhouders te betrachten transparantie omtrent hun identiteit, aandelenbelang en intenties, (iii) het bevorderen van lange termijn aandeelhouderschap door het belonen daarvan en (iv) het inperken – niet: intrekken – van bepaalde wettelijke faciliteiten die aandeelhouders ten dienste staan, zoals het enquêterecht en het agenderingsrecht. Dat geen sprake is van een totale revolutie blijkt ook wel uit recente enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer. Daarin verwijst zij naar ‘de beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur zoals die naar thans vigerende opvattingen moeten worden begrepen’, ter onderbouwing van haar conclusie dat hierbij niet past een situatie – zoals volgens de Ondernemingskamer aan de orde – waarin een beursvennootschap ‘haar problemen op het (ondernemings)strategische vlak’ steeds naar voren schuift, althans steeds poogt ‘binnen de besloten kring van de eigen functionarissen (en met name de CEO en de commissarissen) en grootaandeelhouder af te wikkelen’, en zich daartoe ‘jegens haar (overige) aandeelhouders, met behulp van haar gedateerde *governance*, defensief en gesloten’ opstelt. Daarbij betreft zij ook dat de ‘externe aandeelhouders nauwelijks invloed op het (strategische) beleid’ van de vennootschap en haar onderneming hebben kunnen uitoefenen en de organen van de vennootschap ‘niet effectief ter verantwoording’ hebben kunnen roepen, waaraan onder meer debet zijn de ‘hoge drempels voor de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen’ in combinatie met een groot minderheidsbelang van een geïnvolveerde aandeelhouder, ‘de onevenredige macht van de CEO in het bestuur’ en ‘de weinig kritische houding van (de voorzitter van) de raad van commissarissen.’¹³³ Ferme taal.

Ik maak hier de stap naar de derde factor.

2.3 *Factor 3: Naar een beter faciliërend en daarmee beter concurrerend Nederlands ondernemingsrecht*

Aan het begin van de eenentwintigste eeuw is in Nederland een begin gemaakt met wetgevingsinitiatieven gericht op de ‘modernisering’ van het nationale ondernemingsrecht, uiteindelijk ter bevordering van de aantrekkelijkheid van Nederland voor ondernemers (lees vooral: juridische vestiging van vennootschappen) en investeerders (lees vooral: aantrekken van risicodragend kapitaal). Dit houdt direct verband met de internationale concurrentiepositie van het Nederlandse ondernemingsrecht. Een kernonderdeel van deze initiatieven is de wetgeving geweest die in hoge mate zag op de

¹³³ OK 5 augustus 2009, *LJN* BJ4688 (*ASM International*), r.o. 3.11. Zie voor kritiek op die ‘beginselen’ mantra Assink 2007, nr. 27-28.

aandeelhouderspositie in beursvennootschappen, zoals uitgelicht in nr. 2.1. De aanzet voor die initiatieven is eerder gegeven door het op vrijwillige naleving door de doelgroep gerichte eindrapport uit 1997 van de eerste Nederlandse Commissie *Corporate Governance*, dat er ook al op was gericht het Nederlandse model van ondernemingsbestuur binnen beursvennootschappen te bezien in het licht van internationale ontwikkelingen omtrent *corporate governance* (gelet op de toenemende internationalisering van de Nederlandse economie). Dit onderwerp is pas enkele jaren later uitgemond in verwante wetgeving in het kader van de beoogde modernisering.

Een ander belangrijk onderdeel van deze initiatieven bestaat uit twee wetsvoorstellen die ertoe strekken het facilitair vermogen van het Nederlandse ondernemingsrecht te vergroten. Het *eerste* wetsvoorstel strekt ertoe het recht omtrent de besloten vennootschap gebruiksvriendelijker te maken, door het stevig te flexibiliseren en de opzet ervan te vereenvoudigen.¹³⁴ Het *tweede* wetsvoorstel strekt ertoe het Nederlandse ondernemingsrecht uit te rusten met de mogelijkheid om, in plaats van het traditionele model met een bestuursorgaan en – optioneel, mits geen sprake is van een structuurvennootschap – een apart toezichthoudend orgaan naast het bestuur (de raad van commissarissen), te kiezen voor een model waarin de vennootschap één bestuursorgaan kent waarin zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders zitting hebben (zonder dat daarnaast nog een apart toezichthoudend orgaan staat), ook als sprake is van een structuurvennootschap.¹³⁵ Deze initiatieven staan op zich los van de aandeelhouderspositie binnen vennootschappen, zoals uiteengezet in nr. 2.1-2.2, maar zijn eveneens ingegeven door internationale ontwikkelingen in het ondernemingsrecht.¹³⁶ Ook blijven deze initiatieven niet verstoken van kritische kanttekeningen die zijn ingegeven door de wereldwijde financiële crisis. Zo vragen leden van de CDA-fractie in de Tweede Kamer zich af ‘of de kredietcrisis nog een heroverweging vraagt van de wenselijkheid van een one-tier board. Per slot van rekening is de crisis in de VS begonnen en beschikte ook Fortis over een monistische bestuursstructuur.’ Leden van de PvdA-fractie vragen zich af of het ‘in tijden van kredietcrisis en recessie, die hun oorsprong vonden in het nemen van onverantwoorde risico’s en onvoldoende toezicht, wel voor de

¹³⁴ 31 058. Zie over de moeilijkheid van vereenvoudigen Timmerman 2005b, p. 345 en Timmerman 2005a, p. 2.

¹³⁵ 31 763.

¹³⁶ Timmerman 2004a duidt dit als een *externe* ontwikkeling en ziet daarnaast een *interne* ontwikkeling: ‘(...) er is in de Westerse wereld een maatschappelijke onderstroom waar te nemen die men zou kunnen duiden als het toenemen van individualisering’ die ertoe leidt dat burgers ‘meer keuzevrijheid wensen en zich zelfstandiger en onafhankelijker gaan gedragen.’ Deze wetsvoorstellen raken ook aan aansprakelijkheidsaspecten (met name art. 2:9 BW), maar die kant voert niet de boventoon.

hand [ligt] om het Angelsaksische concept van de one-tier board te omarmen?’¹³⁷ De Minister van Justitie antwoordt kortweg dat het wetsvoorstel geen enkele rechtvaardiging geeft voor een vermindering van toezicht.¹³⁸ Ik laat deze twee wetsvoorstellen, die binnenkort worden behandeld door de Tweede Kamer, hier kort de *revue* passeren.

De hernieuwde aandacht voor de besloten vennootschap biedt een aardig contrast met de in nr. 2.1-2.2 geschetste ontwikkelingen, die juist primair betrekking hebben op *beursvennootschappen* (en dus naamloze vennootschappen). Tot 1972 kende het Nederlandse ondernemingsrecht, waar het ging om kapitaalvennootschappen, slechts de naamloze vennootschap. In dat jaar werd de besloten vennootschap geïntroduceerd, als van de naamloze vennootschap afgeleide rechtspersoon. Hoewel de besloten vennootschap zich in de praktijk doorgaans onderscheidt van de naamloze vennootschap door met name (i) de aanwezigheid van een verplichte blokkering van de overdracht van de aandelen, (ii) een beperkte kring van aandeelhouders (die normaliter bekend zijn bij de vennootschap) en (iii) persoonlijke betrokkenheid van de bestuurder(s) (en eventueel de commissaris(sen)), verschilt de juridische basisstructuur van de besloten vennootschap vanuit Boek 2 BW bezien nog steeds nauwelijks van die van de naamloze vennootschap. De besloten vennootschap ontbeert zogezegd een onderscheidend vermogen ten opzichte van de naamloze vennootschap. Deze hernieuwde aandacht is gerechtvaardigd, reeds vanwege de rol die besloten vennootschappen spelen in de Nederlandse economie. Vaak spitst de discussie over aspecten van ondernemingsrecht zich toe op grote vennootschappen en dan met name beursvennootschappen, zoals wordt geïllustreerd door het hiervoor genoemde advies van de SER (zie nr. 2.2), maar deze vennootschappen vormen – in ieder geval in aantal – verreweg de minderheid. Volgens het CBS waren er per 1 januari 2008 in Nederland ongeveer 800 naamloze vennootschappen tegenover ongeveer 205 000 besloten vennootschappen met economische activiteiten, nog afgezien van de bijna 130 000 vennootschappen onder firma en bijna 400 000 eenmanszaken met economische activiteiten.¹³⁹ De realiteit is dat het recht omtrent de besloten vennootschap juridische structuur biedt aan de inrichting van het midden- en kleinbedrijf (waaronder familiebedrijven), dat weer werk biedt aan ‘vele honderdduizenden en een bron [is] van innovatie en nieuwe ideeën’, daarmee de groei van de economie in hoge mate bepalend.¹⁴⁰ Besloten vennootschappen komen ook veel voor in groepsverbanden en in persoonlijke samenwerkingsverbanden,

¹³⁷ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 5, p. 2, 4.

¹³⁸ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 4, 12.

¹³⁹ Zie voor enkele cijfers voor het begin en het eind van de twintigste eeuw Slagter 1988, p. 5.

¹⁴⁰ Aldus *Kamerstukken II* 2003/04, 29 752, nr. 2, p. 5.

zoals *joint-ventures*. Ik zie twee hoofdredenen voor de ambitie van de wetgever om het bestaande besloten vennootschapsrecht op de schop te nemen. *Ten eerste* het wegnemen van bezwaren uit de praktijk, door:

- (a) te bevorderen dat de juridische structuur van de besloten vennootschap per geval zoveel mogelijk kan worden afgestemd op de aard van de onderneming en de samenwerking tussen de betrokken partijen, maar met voldoende waarborgen voor met name minderheidsaandeelhouders en crediteuren;¹⁴¹
- (b) de wettelijke regeling minder complex van opzet en belastend te maken; en
- (c) de rechtszekerheid te bevorderen door in de praktijk bestaande onduidelijkheden weg te nemen.¹⁴²

Deze ruimte voor maatwerk – en verminderde betekenis van dwingend recht – impliceert dat van aandeelhouders in dergelijke besloten verhoudingen wordt verwacht dat zij beter hun eigen ‘boontjes kunnen doppen’, bijvoorbeeld via statutaire waarborgen. De mogelijkheid tot invoering van een aandeelhouder(s)-bestuurde besloten vennootschap wordt niet geboden. Ik betrek dit aspect bij nr. 3.1.3. Op de voorgestelde regeling van crediteurenbescherming, specifiek de rol van het bestuur daarin, ga ik in nr. 3.1.1 nader in. *Ten tweede* ontwikkelingen binnen de EU, specifiek rechtspraak van het Europese Hof van Justitie sinds het eind van de twintigste eeuw.¹⁴³ Uit deze rechtspraak volgt in wezen dat, afgezien van – kort gezegd – misbruikgeval-

¹⁴¹ Dit houdt verband met de Januskop van het ondernemingsrecht: enerzijds faciliteert het ondernemerschap, anderzijds reguleert en beschermt het waar nodig de verhoudingen tussen en de belangen van betrokken partijen. Zie o.a. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 22 en *Kamerstukken I* 2003/04, 28 179, B, p. 7. Timmerman 2000 voorspelt ‘een vennootschapsrecht (...) dat vooral facilitair is en niet sterk regulerend.’ Dat laatste verdient in die zin nuancering dat de rol van gedragsnormering voor actoren binnen de vennootschap – vooral bestuurders, commissarissen en aandeelhouders – steeds meer in belang toeneemt (en daarmee ook de aandacht voor de wijze waarop dergelijk gedrag in recht wordt getoetst). Zie nader nr. 2.1, 3.2 en 5. Timmerman 2005a, p. 4-5 wijst daar ook op. Dat regulerende element valt ook te herkennen in de voorgestelde maatregelen die raken aan de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, aan wie – naar het zich laat aanzien – straks allerlei nieuwe plichten worden opgelegd; zie nr. 2.2.

¹⁴² Zie o.a. *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 2-3 en *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 6-8 voor de precieze opzet van het wetsvoorstel. Hierover is eerder gepreadviseerd voor de vereniging.

¹⁴³ Zie met name HvJ EG 27 augustus 1988, nr. 81/97 (*Daily Mail*), HvJ EG 9 maart 1999, nr. C-212/97 (*Centros*), HvJ EG 5 november 2002, nr. C-208/00 (*Überseering*), HvJ EG 30 september 2003, nr. C-167/01 (*Inspire Art*), HvJ EG 13 december 2005, nr. C-411/03 (*SEVIC*) en HvJ EG 16 december 2008, nr. C-210/06 (*Cartesio*). Glashelder is deze rechtspraak niet. Verwante ontwikkelingen, zoals de introductie van de Europese vennootschap (SE), laat ik rusten; ook hierover is eerder gepreadviseerd voor de vereniging.

len, het voor ondernemers in lidstaten van de EU vrijstaat in de ene lidstaat een rechtspersoon op te richten en daarmee in een of meer andere lidstaten ondernemingsactiviteiten te ontplooien. Dit gegeven creëert een prikkel voor lidstaten om hun ondernemingsrecht zo in te richten dat het aantrekkelijk wordt voor ondernemers om daar een rechtsvorm voor de onderneming op te richten, wat weer een concurrentie op dit vlak tussen lidstaten in de hand werkt. In het wetsvoorstel wordt onderkend dat Europese ontwikkelingen de nationale wetgever dwingen tot het aanbieden van een rechtsvorm die in internationaal verband meer concurrerend is, met verwijzing naar jurisdicties waarin een met de aangepaste besloten vennootschap vergelijkbare rechtsvorm al bestaat of in voorbereiding is.¹⁴⁴ Het lijkt niet te vergezocht om aan te nemen dat met name het tweede aspect de discussie over herziening van het besloten vennootschapsrecht in een stroomversnelling heeft gebracht,¹⁴⁵ waarop ook wijst dat de bij het eerste aspect genoemde bezwaren al jaren worden onderstreept in de literatuur zonder dat dit tot noemenswaardige wetgevingsinitiatieven heeft geleid.

Dan het tweede wetsvoorstel. Is de rationale van de voorgenomen uitrusting van het Nederlandse ondernemingsrecht met een optioneel monistisch model van ondernemingsbestuur als alternatief voor een dualistisch model een andere? De essentie van het voorgestelde optionele monistische model is dat uitvoerende functionarissen (die mede belast zijn met het dagelijks bestuur) en niet-uitvoerende functionarissen (die mede belast zijn met het toezicht) deel uitmaken van hetzelfde bestuursorgaan. Dit model is geïnspireerd door de wijze waarop in onder meer het VK en de VS van oudsher het bestuur van kapitaalvennootschappen wordt ingericht (al kennen die vennootschapssystemen natuurlijk ook de nodige ontwikkelingen).¹⁴⁶ Daarbij teken ik aan (i) dat Nederland vennootschappen – waaronder Unilever – met een soortgelijk model kent, (ii) dat het dualistische systeem in de praktijk vaak al afname van de voorheen royale ruimte tussen bestuur en toezicht laat zien (doordat commissarissen zich meer met beleidsmatige kwesties – moeten – bemoeien; zie nr. 3.1.2 en 3.2.2) en (iii) dat ook internationaal deze modellen een zekere convergentie laten zien.¹⁴⁷ Verwachte voordelen van dit

¹⁴⁴ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 7-8. Overigens bestaat er geen voornemen – mede gelet op de voorgenomen aanpassing van het personenvennootschapsrecht, een slepende kwestie – tot invoering van geheel nieuwe rechtsvormen, zoals de in het VK en de VS bekende *limited liability company* en *limited liability partnership*. Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 6, p. 5. Zie over die rechtsvormen uitvoerig Blanco Fernández/Van Olffen 2007.

¹⁴⁵ In *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 6, p. 11 geduid als ‘de drijfveer van het ingezette beleid.’

¹⁴⁶ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 4-6 (breed overzicht), Kroeze 2004, p. 186-188 (VS) en Strik 2003, p. 368-370 (VK).

¹⁴⁷ Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 3.

model zijn dat de niet-uitvoerende bestuurders (die mede toezicht houden) dan (i) vaker bijeenkomen, (ii) dichter op de besluitvorming door uitvoerende bestuurders zitten en daarvan overigens ook deel uitmaken en (iii) betere toegang hebben tot de werknemerslaag onder de uitvoerende bestuurders, waardoor zij beter geïnformeerd zijn. Een gesignaleerd punt van aandacht is dat, door de verminderde afstand tussen uitvoerders en niet-uitvoerders (men maakt dan zelfs deel uit van hetzelfde orgaan), laatstgenoemden er oog voor dienen te hebben dat zij op onafhankelijke en kritische wijze kunnen blijven opereren.¹⁴⁸ Het ligt niet voor de hand dat dit wetsvoorstel is ingegeven door de gedachte dat een *monistisch* model leidt tot betere prestaties van de onderneming, reeds omdat het monistische model als alternatief wordt voorgesteld. Voor zover ik kan overzien ontbreekt daarvoor ook overtuigend wetenschappelijk bewijs. Het ligt evenmin in de rede dat dit wetsvoorstel is ingegeven door de gedachte dat het dualistische model niet functioneert. Ook hier ben ik niet bekend met overtuigend wetenschappelijk bewijs terzake. Het is duidelijk dat de voorgestelde invoering van een alternatief ‘bestuursmodel’ voor naamloze en besloten vennootschappen primair een onderdeel vormt van het vergroten van het faciliterend vermogen van het Nederlandse ondernemingsrecht, en daarmee van de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsland. Zo kunnen buitenlandse ondernemers dan kiezen voor een Nederlandse rechtsvorm met een herkenbare bestuurstructuur. Bovendien wordt de praktijk, die ook hier vooruitloopt, zo meer houvast gegeven omtrent de wijze waarop een monistisch model naar Nederlands ondernemingsrecht kan worden ingericht.¹⁴⁹ Ik ga in nr. 4 nader in op het voorgestelde optionele monistische model, de uitwerking van dat model op de drieslag die in het tweede luik centraal staat en de relevantie van gedragswetenschappelijke inzichten in dat verband. Het wetsvoorstel bevat ook een nieuwe tegenstrijdig belang regeling ter vervanging van art. 2:146/256 BW, die raakt aan de positie van bestuur en raad van commissarissen in het besluitvormingsproces. Op dat aspect, specifiek de rol van de algemene vergadering daarin, kom ik terug in nr. 3.1.3.

Tot slot. Het interessante aan de in nr. 2.1 beschreven ontwikkelingen is dat deze in de afgelopen jaren Nederland waarschijnlijk internationaal aantrekkelijker hebben gemaakt als *investeringsland*. Steun daarvoor kan mede gevonden worden in het steeds internationaler worden van het aandeelhoud-

¹⁴⁸ Zie over de verschillen o.a. Honée 2006, p. 215-224, Dumoulin 2005, p. 266-272 en Dortmund 2003, p. 111-123 met veel verwijzingen. Zie Eering/Frielink 2009, p. 629-632 over de monistische en dualistische modellen ‘in de West’.

¹⁴⁹ Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 1, 3-4 en nr. 6, p. 2, 7-8, 12. Walker 2009, p. 32-33 is niet erg gecharmeerd van het dualistische model, afgezet tegen het in het VK gebruikelijke monistische model. Cools 2005a, p. 73-76 biedt aardige praktijkinzichten. Zie ook de verwijzingen in Raaijmakers 2008, p. 413.

dersbestand van Nederlandse beursvennootschappen, zoals aangestipt in nr. 2.2. Het is goed denkbaar dat de in nr. 2.2 beschreven recentere ontwikkelingen, die per saldo meebrengen dat de zeggenschap van aandeelhouders in (beurs)vennootschappen eerder wordt teruggedrongen dan versterkt, in de komende jaren Nederland internationaal juist aantrekkelijker zullen maken als *vestigingsland* (ervan uitgaande dat bij bestaande vennootschappen primair het bestuur de koers op dit punt bepaalt). Ik betrek daarbij ook, naast aspecten als het fiscale klimaat en de politieke stabiliteit:

- (a) de inmiddels voorgenomen herziening van het enquêterecht, zeker zoals voorgestaan in het advies daarover van de SER waarbij onder meer wordt voorgesteld (i) de bevoegdheid tot het doen van een enquêteverzoek toe te kennen aan de vennootschap en (ii) de drempel van de enquêtebevoegdheid van aandeelhouders van grote (beurs)vennootschappen te verhogen¹⁵⁰ (zie nr. 2.2);
- (b) de afwezigheid van de mogelijkheid voor aandeelhouders om een afgeleide actie in te stellen tegen bestuurders en commissarissen (zoals de in de VS vrij populaire *derivative suit*);
- (c) de in beginsel onmogelijkheid voor aandeelhouders om vergoeding van afgeleide schade (lees: nadeel bestaande uit waardevermindering van aandelen die loopt via het vermogen van de vennootschap) van bestuurders en commissarissen te vorderen;
- (d) het inmiddels vaststaande uitgangspunt dat het bestuur van een vennootschap zich – onder voorwaarden en in beginsel tijdelijk¹⁵¹ – mag beschermen tegen een ongewenste overname, tenzij daar – in geval van beursvennootschappen – een uitzondering als bedoeld in art. 2:359b BW op is gemaakt in de statuten (zie nr. 2.1);
- (e) de inmiddels ingevoerde mogelijkheid tot grensoverschrijdende juridische fusie van kapitaalvennootschappen, in Nederland vervat in art. 2:333b-1 BW;
- (f) de inmiddels voorgenomen vergemakkelijking van grensoverschrijdend stemmen door aandeelhouders van beursvennootschappen (zie nr. 2.1);
- (g) de verdere ontwikkeling van het raamwerk aan effectenrechtelijke regelgeving, zoals neergelegd in de Wft (al worden bij de werkbaarheid van de Wft wel vraagtekens gezet);

¹⁵⁰ SER-advies 2008, hfdst. 4. Waar het gaat om rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in de context van ondernemingsbeleid valt nog wel een slag te maken. Zie Assink 2007, hfdst. VI en VII. Ik diep dat uit in nr. 3.3.3.

¹⁵¹ Zie voor kritische kanttekeningen daarbij Raaijmakers 2009, p. 441, De Kluiver 2009a, p. 232 e.v. en noot 62.

- (h) de voorgenomen invoering van een geflexibiliseerd en vereenvoudigd recht omtrent de besloten vennootschap; en
- (i) de voorgenomen invoering van een optioneel monistisch bestuursorgaan, als alternatief voor de dualistische systematiek.¹⁵²

Herziening van het recht omtrent de naamloze vennootschap, die thans niet wordt uitgesloten, zou dat proces verder kunnen versterken.¹⁵³ Een belangrijk voordeel van een dergelijke aantrekkelijkheid als vestigingsland is ten eerste dat daardoor wordt bevorderd dat Nederlandse en niet-Nederlandse ondernemers kiezen voor een rechtsvorm (een naamloze of besloten vennootschap) met kenmerken die voldoen aan de eisen van het Nederlandse (ondernemings)recht. Dit voordeel neemt logischerwijs in belang toe wanneer de ondernemer ook voornemens is in Nederland ondernemingsactiviteiten te ontplooiën. De Nederlandse wetgever heeft dan meer invloed op de inrichting van rechtspersonen die economisch actief zijn in Nederland. Een tweede voordeel van een dergelijke aantrekkelijkheid is dat het de mogelijkheden vergroot voor Nederland om economische activiteiten van buiten Nederland aan te trekken. De juridische vestiging van de ondernemer in Nederland bewerkstelligt dat er ten minste één aanleiding is voor een verdergaande binding. Wel is het denkbaar dat maatregelen die Nederland aantrekkelijker kunnen maken als *vestigingsland* (doordat bijvoorbeeld de positie van aandeelhouders weer wat wordt afgezwakt), op hun beurt de positie van Nederland als *investeringsland* juist weer kunnen aantasten. Wordt dat wel onderkend?

Dit brengt mij bij het tweede luik.

¹⁵² Zie ook Timmerman 2003, p. 41-42.

¹⁵³ Zie de – op www.minjus.nl/ te raadplegen – brief van de Minister van Justitie aan de Tweede Kamer van 12 november 2007 (omtrent de modernisering van het ondernemingsrecht), p. 9: ‘Ik ben er voorstander van om te bezien of ook het NV-recht verdere modernisering kan ondergaan.’

3. **Luik II: Actuele punten van aandacht omtrent ondernemingsbestuur uitgelicht binnen de drieslag (i) taakopdracht, (ii) eisen van verantwoord gedrag en (iii) afleggen van verantwoording**

Hierna licht ik actuele punten van aandacht omtrent ondernemingsbestuur uit binnen de genoemde drieslag, telkens gezien vanuit het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering c.q. aandeelhouders in het traditionele dualistische model van ondernemingsbestuur.¹⁵⁴

3.1 *Taakopdracht*

In de rechtspraak keert de laatste jaren bij herhaling een intrigerende passage terug, waarin de essentie wordt weergegeven van de onderlinge positie van het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering binnen vennootschappen in het bestaande dualistische model. De passage brengt mee (i) dat het bepalen van de strategie van een vennootschap en de daarmee verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur, (ii) dat de raad van commissarissen daarop toezicht houdt en (iii) dat de algemene vergadering haar opvattingen terzake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende bevoegdheden/rechten. In het algemeen betekent dit laatste dat het bestuur aan de algemene vergadering verantwoording heeft af te leggen over zijn beleid, maar dat het, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht is de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is.¹⁵⁵

¹⁵⁴ Ik richt mij in dit preadvies op de hoofdlijn. Een bijzondere figuur is de bestuurder of commissaris die wordt benoemd door de Ondernemingskamer in een enquêteprocedure. Hier spelen diverse vraagstukken, o.a. over het gremium waaraan de betreffende functionaris verantwoording dient af te leggen; de Ondernemingskamer gaat ervan uit dat die functionaris dat *aan haar* dient te doen, niet aan de algemene vergadering. Zie o.a. OK 19 april 2007, *JOR* 2007/142 (*Koninklijke Begemann*), r.o. 3.1-3.3. Op die benadering bestaat kritiek. Zie o.a. Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 438 en Olden 2009. Een bijzondere figuur is ook de overheidscommissaris, gezien in het licht van de Staat als aandeelhouder tijdens de financiële crisis. Zie daarover uitgebreid Vletter-van Dort 2009, Arons/Koster 2009, Bartman 2009, Raaijmakers/Prinsen 2009 en Dortmond 2008b.

¹⁵⁵ Aldus HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN Amro Holding*), r.o. 4.3 (in het vervolg verduidelijkt de Hoge Raad dat, bij gebreke aan een wettelijke en/of statutaire grondslag daarvoor, normaliter geen sprake zal zijn van een goedkeurings- of consulteringsrecht van de algemene vergadering). Zie voordien o.a. OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), r.o. 3.14 en nadien o.a. OK 20 mei 2008, *JOR* 2008/158 (*ASM International*), r.o. 3.1.

Dit raakt niet alleen aan wat de taakopdracht meebrengt voor het bestuur en de raad van commissarissen, maar ook aan de geëigende rol van de algemene vergadering in het hedendaagse Nederlandse model van ondernemingsbestuur. Deze passage wekt de indruk dat eigenlijk geen noemenswaardige discussie meer bestaat over die positie van genoemde organen, dat de contouren van die positie inmiddels uitgekristalliseerd zijn (los van het notoir grijze gebied dat art. 2:107/217 lid 1 BW bestrijkt). Schijn bedriegt. Ik werk aan de hand van drie voorbeelden uit dat hier van een rustig bezit geen sprake is.

3.1.1 HET BESTUUR

Uit art. 2:129/239 lid 1 BW volgt wel dat de taak van het bestuur bestaat uit het besturen van de vennootschap, maar niet wat het besturen van een vennootschap behelst. Ik schets de hoofdlijn.

Een praktisch onderscheid kan worden gemaakt in het *vennootschappelijk beleid* en het *ondernemingsbeleid*. Het vennootschappelijk beleid ziet op het beleid betreffende de inwendige structuur van de rechtspersoon. Daarvan maakt het krachtenveld deel uit waarin het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering ten opzichte van elkaar functioneren. Het ondernemingsbeleid betreft het beleid ten aanzien van de met de vennootschap verbonden onderneming(en), waarbij het bestuur zich manifesteert als de uiteindelijke ondernemingsleiding en hem de nodige beleidsvrijheid toekomt (zie nr. 3.2.1, 3.3.1 en 3.3.3). Geheel los van elkaar staan het vennootschappelijk beleid en het ondernemingsbeleid vanzelfsprekend niet. Onder ondernemen versta ik kort gezegd alle bestuurlijke gedragingen die samenhangen met het initiëren en uitvoeren van in meer of mindere mate risicovol ondernemingsbeleid, met als uiteindelijk doel het realiseren ten behoeve van de vennootschap van optimaal rendement uit gedane investeringen op de lange(re) termijn, op basis van kennis en inzicht, maar ook onzekere factoren en incomplete informatie, in een doorgaans concurrerende en moeilijk controleerbare omgeving zonder heldere protocollen. Keuzes die het bestuur daarbij moet maken noem ik *zakelijke beleidsafwegingen*.

Met het begrip ‘belang van de vennootschap’ doel ik op het uitgangspunt dat de vennootschap in feite een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap (en de daarmee verbonden onderneming) betrokken partijen die (in)direct het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed (zoals werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers en afnemers), welke deelbelangen het bestuur – evenals de raad van commissarissen; zie nr. 3.1.2 – in aanmerking dient te nemen bij zijn beleid dat doorgaans *in de eerste plaats* gericht zal zijn op de gezonde continuïteit van de onderneming. Het belang van aandeelhouders bij rendement op het ver-

schafte risicodragend kapitaal op de lange(re) termijn lost zich dan welbeschouwd op in dat centrale referentiepunt.¹⁵⁶ Dit ‘belang van de vennootschap’ (inclusief het belang van de onderneming) is mijns inziens geen toverformule, maar een richtsnoer dat de ondernemer tot op zekere hoogte houvast biedt bij het maken van zakelijke beleidsafwegingen en het voeren van ondernemingsbeleid.¹⁵⁷

Wie het huidige wettelijke systeem nader bezieet, zal duidelijk worden dat het bestuur het centrale punt behoort te zijn binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en) voor alle beleidsvoorbereidende, -vaststellende en -uitvoerende aspecten. Daaronder valt onder meer dat het bestuur conform het vennootschappelijk doel, in het belang van de vennootschap en met inachtneming van de belangen van bij de vennootschap en onderneming betrokkenen, beslissingen neemt en de te varen koers uitzet voor zowel de dagelijkse gang van zaken op de kortere termijn als het strategische beleid op de langere termijn en de daarbij horende risico’s (waaronder ik versta de op hoofdlijnen vast te stellen visie en te maken keuzes voor een langere periode, die als uitgangspunt dienen voor de doelen en het beleid op de kortere termijn; zie nr. 1.1). Ook het vertegenwoordigen van de vennootschap valt in beginsel onder de taak van het bestuur. Daarnaast heeft het bestuur een taak ten aanzien van het beheren/alloceren van de vennootschappelijke middelen, het voeren/bewaren van de vennootschappelijke administratie, het opstellen van de jaarrekening en het functioneren van de organisatieregels binnen vennootschap en onderneming (bijvoorbeeld waar het gaat om informatieverschaffing aan, om verkrijging van goedkeuring door en om het doen plaatsvinden van de algemene vergadering). Van het bestuur wordt tevens verwacht dat hij erop toeziet dat de vennootschap een beheers- en controlesysteem kent, dat hij grip heeft op de algemene en financiële risico’s van het gevoerde ondernemingsbeleid en dat hij zicht houdt op de gang van zaken binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en).¹⁵⁸ Taak en bevoegdheid vallen hier samen (zie nr. 1.2).

De positie van het bestuur wordt juridisch mede ingekaderd door art. 2:107/217 BW (waaruit volgt dat aan de algemene vergadering – binnen de

¹⁵⁶ Het is denkbaar dat bij besloten vennootschappen met weinig aandeelhouders het belang van de vennootschap sterker gekleurd kan worden door bepaalde deelbelangen, aldus *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 6, p. 12-13, daarbij aantekend dat andere deelbelangen niet bij statuten ‘weggeschreven’ kunnen worden. Dit verduidelijkt mijns inziens niet bijster veel.

¹⁵⁷ Zie Assink 2009e (met verwijzingen o.a. naar het VK en de VS) en Assink 2007, nr. 3.a, 7.a-b, 38.c-d en 39.c.

¹⁵⁸ Zie o.a. art. 2:7, 2:10, 2:130/240 en 2:141/251 lid 2 BW. Zie ook principe II.1 met bijbehorende *best practice* bepalingen van de *Corporate Governance Code* 2008.

door wet en statuten gestelde grenzen – alle bevoegdheid behoort die niet aan het bestuur of aan anderen is toegekend), art. 2:129/239 lid 4 BW (waaruit volgt dat de statuten kunnen bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een orgaan van de vennootschap die de algemene lijnen van het te voeren beleid op nader in de statuten aangegeven terreinen betreffen)¹⁵⁹ en andere wettelijke of statutaire bepalingen die meebrengen dat het bestuur niet geheel op eigen houtje kan handelen (zoals art. 2:107a BW en/of art. 2:164/274 BW). Zolang die grenzen niet worden bereikt, is het zittende bestuur zelfstandig bevoegd het ondernemingsbeleid – waaronder de strategie – vast te stellen, deze uit te voeren en daarin tussentijdse wijzigingen aan te brengen. Kent de vennootschap een raad van commissarissen, dan zal het bestuur daarbij in de regel niet geheel in isolement opereren, maar de raad van commissarissen – ten minste op hoofdlijnen – kennen in zijn beleid(svoornemens). Een interessant kruispunt van Boek 2 BW in dit verband vormt art. 2:105/216 BW, dat gaat over de uitkering van dividend.¹⁶⁰ Het wettelijke uitgangspunt is dat de aandeelhouders recht hebben op de voor uitkering vatbare winst (tenzij bij statuten anders is bepaald) en dat uitkering van de winst geschiedt na de vaststelling van de jaarrekening waaruit blijkt dat deze uitkering geoorloofd is. In de praktijk vereisen de statuten doorgaans een besluit tot winstbestemming door de algemene vergadering.¹⁶¹ Duidelijk is daarmee dat, anders dan in bijvoorbeeld Delaware,¹⁶² normaliter niet het bestuur beslist over aanwending van de volgens art. 2:105/216 BW voor uitkering vatbare winst. Is het bestuur dan praktisch lijdelijk?

In het kader van de flexibilisering en vereenvoudiging van het recht omtrent de besloten vennootschap is voorgesteld art. 2:216 BW aan te passen, onder meer in die zin dat het bestuur een dergelijke uitkering aan de aandeelhouders dient goed te keuren, welke goedkeuring slechts mag worden geweigerd indien het bestuur weet of redelijkerwijs behoort te weten dat

¹⁵⁹ Het in nr. 2.3 genoemde wetsvoorstel 30 158 bevat een aanpassing van art. 2:239 lid 4 BW in die zin dat het onderscheid tussen algemene en concrete aanwijzingen komt te vervallen, met dien verstande dat het bestuur ‘de instructies van een ander orgaan niet slaafs [mag] navolgen, maar een zelfstandige belangenafweging [dient] uit te voeren’ en niet gehouden is aanwijzingen op te volgen indien dat strijdt met het belang van de vennootschap. Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 90. Los daarvan kan er feitelijk een ‘instructiemacht’ van de algemene vergadering bestaan. Zie Assink 2007, p. 35 en De Jongh 2007, p. 34 e.v.

¹⁶⁰ Eén van de kernaspecten verbonden aan aandeelhouderschap (zie o.a. HR 9 juli 1990, *NJ* 1991, 51 (*Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis*)), naast (ii) zeggenschap, (iii) kapitaalverschaffing en (iv) overdraagbaarheid.

¹⁶¹ Zie ook *best practice* bepalingen IV.1.4-5 van de *Corporate Governance Code* 2008.

¹⁶² Zie *section* 170 *DGCL* 2009.

de vennootschap na die uitkering niet kan voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden.¹⁶³ Zonder goedkeuring van het bestuur heeft het uitkeringsbesluit geen gevolgen.¹⁶⁴ Hieruit volgt in wezen dat het bestuur (mede) tot taak heeft een dergelijke uitkering te blokkeren indien duidelijk is dat de vennootschap daarna niet kan voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden, ook al valt de voorgenomen uitkering technisch binnen de vrij uitkeerbare reserves. Maar met evenveel stelligheid als waarmee de nieuwe regeling werd gemotiveerd door het Ministerie van Justitie, is deze binnen het tijdbestek van slechts enkele maanden ongedaan gemaakt na bezwaren daartegen vanuit het bedrijfsleven. Daaraan is mede ten grondslag gelegd dat deze verantwoordelijkheid van het bestuur 'leidt tot een uitbreiding van de formele taken van de bestuurders' en 'dat de voorgestelde goedkeuringsbevoegdheid van het bestuur' de 'beslissingsvrijheid' van de algemene vergadering 'over uitkeringen door de vennootschap' doorkruist.

Waaruit bestaat die aanpassing? De volgende: 'Bestuurders hebben een raadgevende stem in de algemene vergadering (het voorgestelde artikel 227 lid 7). Ook bij besluitvorming buiten de algemene vergadering dienen de bestuurders voorafgaand aan de besluitvorming in de gelegenheid te worden gesteld om advies uit te brengen (het voorgestelde artikel 238 lid 1). Indien de algemene vergadering een besluit tot uitkering wil nemen en de bestuurders wisten of behoorden te weten dat de vennootschap daardoor niet zou kunnen voortgaan met het betalen van de opeisbare schulden, zullen de bestuurders in het kader van de raadgevende stem de algemene vergadering moeten waarschuwen. Indien de algemene vergadering ondanks de waarschuwing van het bestuur het uitkeringsbesluit neemt, kunnen de bestuurders zich er in beginsel op beroepen dat zij hun taak behoorlijk hebben vervuld (...).'¹⁶⁵ De aanpassing impliceert dus dat voor het bestuur simpelweg geen taak is weggelegd waar het gaat om het faciliteren van uitkeringen aan aandeelhouders, anders dan het 'waarschuwen' van aandeelhouders tijdens de algemene vergadering dat het voorgenomen uitkeringsbesluit zal leiden tot benadeling van schuldeisers van de vennootschap (lees: onrechtmatig zal zijn).

Deze wending bevreemdt, zacht gezegd. Het zojuist genoemde bezwaar tegen invoering van het aangepaste art. 2:216 BW, zoals oorspronkelijk voorgesteld, miskent mijns inziens de huidige stand van het Nederlandse ondernemingsrecht rond art. 2:105/216 BW. Thans is het toch al niet zo dat

¹⁶³ Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 6, p. 3, 8-9 en *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 70, 72.

¹⁶⁴ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 70, 72.

¹⁶⁵ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 8, p. 3-4.

het bestuur klakkeloos *uitvoering dient te geven* aan een onrechtmatig uitkeringsbesluit van de algemene vergadering¹⁶⁶ (zelfs al heeft het bestuur de algemene vergadering daarvoor gewaarschuwd), ongeacht of dat nu nadelig uitpakt voor de vennootschap?¹⁶⁷ Dit staat immers haaks op de taakopdracht (prospectieve verantwoordelijkheid) van het bestuur – die als zodanig niet rust op de algemene vergadering c.q. aandeelhouders; zie nr. 1.2 – om hierin autonoom op te treden, mede gelet op (i) het inzicht dat het bestuur heeft in de financiële positie van de vennootschap, (ii) zijn taak de vennootschappelijke middelen te alloceren (zoals ook is erkend in het wetsvoorstel¹⁶⁸) en (iii) het belang van de vennootschap dat hij niet alleen voorop dient te stellen, *maar ook actief heeft te dienen en bevorderen* (zie nr. 1.2 en dit nr.). Zou dit anders zijn, dan blijft in dergelijke gevallen het centrale belang van de vennootschap onbeschermd achter, en dat is simpelweg onaanvaardbaar; daarop wijst ook de clausulering van het voorgestelde art. 2:239 lid 4 BW. Ik geloof niet dat hierover reële twijfel kan bestaan, al laat het huidige Boek 2 BW dit onvermeld.¹⁶⁹ Het wonderlijke en onbedoelde gevolg van de aanpassing is dat daarmee in feite ten minste de indruk wordt gewekt dat een deel van de bestaande taakopdracht van het bestuur verdwijnt, niet – zoals de aanpassing kennelijk beoogt – dat wordt voorkomen dat die taakopdracht op oneigenlijke grond wordt uitgebreid.¹⁷⁰ Ik zou deze vorm van bestuursverantwoordelijkheid juist veel sterker willen aanzetten. De oorspronkelijke regeling bewerkstelligt bovendien dat aandeelhouders niet zonder medewerking van het bestuur tot een *de facto* uitkering kunnen komen door zich eenzijdig te beroepen op verrekening met een of meer schulden die zij hebben jegens de vennootschap.¹⁷¹ Ik ben geporteerd voor *handhaving* van die regeling.

¹⁶⁶ Zie over dat laatste o.a. HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174 (*Nimox/Van den End q.q.*), r.o. 3.3.1.

¹⁶⁷ Denk bijvoorbeeld aan het feit dat de vennootschap vervolgens hoogstwaarschijnlijk – tezamen met de bestuurder(s) – ‘besprongen wordt’ door deze crediteuren, met alle gevolgen van dien (waaronder een mogelijk faillissementsscenario).

¹⁶⁸ Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 69 over ‘het feit dat bestuurders in de praktijk verantwoordelijk zijn voor het beheer van het vermogen van de vennootschap en voor de betaalbaarstelling van uitkeringen uit dat vermogen.’

¹⁶⁹ Kennelijk anders o.a. Barneveld 2009b, p. 697. Ik wijs op o.a. A-G Timmerman in nr. 2.3 voor HR 6 februari 2004, *JOR* 2004/67 (*Reinders Didam/Gunning q.q.*), OK 9 maart 2000, *JOR* 2000/99 (*Willem III Meubilering Beheer*), r.o. 3.6 en HR 30 mei 1997, *NJ* 1997, 663 (*Van Essen q.q./Aalbrecht*), r.o. 3.4.

¹⁷⁰ Er zijn meer kanttekeningen te plaatsen. Zo valt deze aanpassing niet te rijmen met het in noot 4 genoemde kernaspect van het Nederlandse ondernemingsrecht dat aandeelhouders wat betreft hun financiële aanspraken op de vennootschap een achtergestelde positie innemen ten opzichte van crediteuren. Zie ook Lennarts/Boschma 2009, p. 227-229.

¹⁷¹ Zie ook Dortmund 2009, p. 201.

3.1.2 DE RAAD VAN COMMISSARISSEN

Uit art. 2:140/250 lid 2 BW volgt dat de basistaak van de raad van commissarissen bestaat uit het toezicht houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming, en verder uit het met raad terzijde staan van het bestuur (zie nader nr. 3.2.2). De wet schrijft voor dat commissarissen zich bij de vervulling van hun taak richten naar het belang van de vennootschap (en de daarmee verbonden onderneming) en laat de mogelijkheid open dat de statuten aanvullende bepalingen bevatten omtrent ‘de taak en de bevoegdheden van de raad en van zijn leden.’¹⁷² De wet bedeeft de raad van commissarissen daarnaast enkele bijzondere taken en bevoegdheden toe, evenals in art. 2:164/274 BW het goedkeuringsrecht van bestuursbesluiten terzake onderwerpen die door de wetgever majeur worden geacht (dat laatste ziet op structuurvennootschappen, maar iedere vennootschap kan via de statuten een soortgelijke regeling optuigen).¹⁷³ Daarmee verwordt in deze opzet de autonoom optredende raad van commissarissen niet tot verlengstuk van het bestuur, laat staan tot een soort ‘super-bestuurder’ die het bestuur aanstuurt. In de opzet van Boek 2 BW kan hij concrete beleidsvoornemens van het bestuur als neergelegd in een of meer besluiten achteraf blokkeren door de vereiste goedkeuring niet te geven, van formeel vooraf ‘mee-beslissen’ met het bestuur is daarbij geen sprake (zie ook art. 2:151/261 lid 2 BW). De raad van commissarissen draagt in beginsel dan ook geen retrospectieve (eind)verantwoordelijkheid voor daden van bestuur c.q. het door het bestuur gevoerde beleid als zodanig (zie nr. 1.2). Niet hij is daarop aan te spreken, maar het bestuur. De raad van commissarissen is aan te spreken op het toezicht op het bestuur.¹⁷⁴ Dat is niet hetzelfde.

Tegelijkertijd wordt wel signaleerd dat in de praktijk de taak van de raad van commissarissen van een beursvennootschap veelal is opgeschoven

¹⁷² Zie ook principe III.1 met bijbehorende *best practice* bepalingen van de *Corporate Governance* Code 2008.

¹⁷³ Dat de Hoge Raad belang hecht aan een dergelijk voorschrift blijkt uit HR 29 november 2002, *NJ* 2003, 455 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*), r.o. 3.4.5. Zie voor deze taken/bevoegdheden nader o.a. Van Schilfgaarde/Winter 2006, p. 215-221.

¹⁷⁴ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 2 en nr. 6, p. 6 en De Nijs Bik 2009, p. 172-173. Ik wijs ook op de analyse in HR 28 juni 1996, *NJ* 1997, 58 (*Pasma q.q./Brijder*). Voor wettelijke nuanceringsen zie Dortmund 2003, p. 113-115. Het valt op dat principe 2.1.1 van de Code Banken 2009 rept over ‘[c]omplementariteit, collegiaal *bestuur*, onafhankelijkheid en diversiteit’ als voorwaarden ‘voor een goede taakvervulling door de raad van commissarissen’ [cursief, BFA]. Een *slip of the pen*?

naar ‘een bijna ongedeelde verantwoordelijkheid met het bestuur.’¹⁷⁵ Ik zou menen dat idealiter het bestuur en de raad van commissarissen samenwerken in een wederzijds respectvolle vertrouwensrelatie, maar dat de raad van commissarissen tegelijkertijd ervoor dient te waken dat de invulling van zijn taakopdracht (prospectieve verantwoordelijkheid) min of meer wordt vereenzelvigd met die van het bestuur, laat staan dat de raad van commissarissen zich in hoge mate gaat identificeren met het bestuur. Niet in de laatste plaats omdat hij anders het juridisch voorgeschreven toezicht (*op* het bestuurlijk beleid) dient te gaan houden op zijn eigen feitelijke daden van mede-bestuur, wat gewrongen voorkomt, terwijl zijn taakopdracht dan van kleur verschiet doordat commissarissen een deel van de *aan het bestuur* toebedeelde taak absorberen; met alle juridische gevolgen van dien, onder meer voor het risico van aansprakelijkheid. Zoals de Hoge Raad het verwoordt (zie nr. 3.1): het bepalen van de strategie is aan het bestuur en de raad van commissarissen houdt daarop toezicht, niet: bepaalt mede de strategie. Een dergelijke vereenzelving en identificering passen ook niet bij de verwachte autonome opstelling van de raad van commissarissen, die in de rechtspraak steeds steviger wordt aangezet¹⁷⁶ en waarbij ook inzichten uit de gedragswetenschappen van belang zijn (zie nr. 4.3). Er zijn natuurlijk gradaties/tussenvormen denkbaar in het dualistische model, en ook de mogelijkheid van crisissituaties – waarin de verhoudingen tijdelijk wat anders kunnen komen te liggen – moet niet worden uitgevlakt, maar vennootschappen (althans aandeelhouders) die in wezen structureel een dergelijke intensieve wisselwerking tussen uitvoerende bestuurders en ‘bestuurders op afstand’ beogen, dienen mijns inziens – zodra die wettelijke mogelijkheid bestaat – eigenlijk uit te wijken naar een monistisch bestuursmodel (althans daarop aan te sturen) om denaturering van het dualistische model te voorkomen, al zitten ook daaraan haken en ogen; zie nr. 4.2-4.3.

¹⁷⁵ Van den Hoek 2006, p. 349. Zie ook Raaijmakers 2008, p. 411, die suggereert dat commissarissen in besloten verhoudingen (denk met name aan familievennootschappen) in het algemeen sterker als ‘vertegenwoordiger’ van aandeelhouders optreden en in open verhoudingen dichter bij het bestuur staan, Raaijmakers 2006, p. 403-405 en Langman 2005, p. 262. Maar zie o.a. Hof ’s-Gravenhage 25 augustus 1998, *JOR* 1999/60 (*Euro Motorcycles/Bosman*), r.o. 4.3. Uit De Bos/Lückeraath-Rovers 2008, p. 41 volgt dat commissarissen in de praktijk kennelijk een duidelijk onderscheid maken in enerzijds het met raad terzijde staan en anderzijds meebesturen. Uit antwoorden door 396 commissarissen blijkt dat 90% van de commissarissen het eens of zeer eens is met de stelling dat de raad van commissarissen het bestuur met raad terzijde dient te staan en dat 82% van de commissarissen het eens of zeer eens is met de stelling dat meebesturen door de raad van commissarissen vermeden dient te worden. Zie voor een geheel andere benadering, waarin wel erg ver wordt afgedwaald van het huidige Nederlandse ondernemingsrecht (want waarin *de raad van commissarissen* het strategisch beleid bepaalt), Paas/De Jong/Woltmeijer/Hazenbosch 2007, p. 137.

¹⁷⁶ Illustratief is OK 5 augustus 2009, *LJN* BJ4688 (*ASM International*), r.o. 3.12-3.14. Zie nader nr. 3.2.2.

Een fundamentele vraag die beantwoording behoeft is ten behoeve van wie de raad van commissarissen eigenlijk primair zijn taak uitoefent. Dit aspect speelt traditioneel met name bij de (grote) naamloze vennootschap, niet zozeer bij de besloten vennootschap. Juist daar (i) is in de regel het aandeelhoudersbestand verspreid, (ii) verworden aandeelhouders veelal tot (passieve) beleggers, (iii) komen deze op grote afstand van de ondernemingsleiding te staan en (iv) wordt een raad van commissarissen tussengeschoven om – in plaats van de algemene vergadering – het voortouw te nemen in het houden van toezicht op het bestuur.¹⁷⁷ Door de jaren heen is de autonomie van het bestuur ten opzichte van de algemene vergadering steeds meer uitgelicht en is de brede notie ‘belang van de vennootschap’ – als knooppunt van diverse betrokken deelbelangen, waaronder die van aandeelhouders – als sturende factor steeds centraler komen te staan, ten koste van de oorspronkelijke gedachte dat de belangen van aandeelhouders (met name: winstmaximalisatie) leidend zijn.¹⁷⁸ De positie van de raad van commissarissen is daardoor mee-geëvolueerd, van toezichthouder op het bestuur ten dienste van de aandeelhouders tot – vanaf grofweg het midden van de twintigste eeuw – een onafhankelijk orgaan dat zich vooral heeft te richten naar een gezonde continuïteit van de onderneming waarbij ook de belangen van anderen dan aandeelhouders meespelen (zoals de wet sinds de jaren zeventig van de twintigste eeuw ook onderstreept in art. 2:140/250 lid 2 BW).¹⁷⁹ Dit lijkt de vraag te beantwoorden: de raad van commissarissen oefent zijn taak autonoom uit en primair ten behoeve van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming, daarbij de belangen van alle betrokkenen in aanmerking nemend (dus niet: ten dienste van het bestuur of enig deelbelang). Ware het niet dat vrij recent Den Boogert in een gloedvol betoog getracht heeft dit model te demonteren door de prikkelende stelling te poneren dat, gelet op de wettelijke herziening van de intra-vennootschappelijke bevoegdhedenverdeling in 2004 (met name de wijzigingen in het structuurregime) en de daaruit onmiskenbaar volgende versterking van de aandeelhouderspositie (zie nr. 2.1), het terecht en passend is in een goed inrichtingsmodel voor de (grote) naamloze vennootschap om de raad van commissarissen te zien ‘als een lichaam dat ten behoeve van aandeelhouders toezicht uitoefent op de wijze waarop het bestuur met het door aandeelhouders verschaft kapitaal onderneemt’, waarbij dat orgaan een ‘bijzondere verantwoordelijkheid jegens aandeelhouders’ heeft. Ik begrijp de essentie van dit betoog aldus, nog steeds in zijn woorden, dat ‘[k]enmerkend voor de commissaris zijn, en historisch ook

¹⁷⁷ Verhelderend is *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 3-4.

¹⁷⁸ Zie Assink 2009a, p. 45.

¹⁷⁹ Glasz 1992, p. 17 verwoordt het treffend.

steeds [zijn] geweest, enerzijds zijn rol als degene die ten behoeve van aandeelhouders de “*faits et gestes*” van het bestuur in het oog houdt en de rekening en verantwoording van het bestuur in ontvangst neemt en anderzijds zijn bijstand aan en begeleiding van het bestuur bij het leiden van de onderneming’, dat in juridische zin ‘de raad van commissarissen zich weer zal moeten richten naar de wensen en belangen van aandeelhouders’ en dat dus ‘de loyaliteit van commissarissen’ specifiek dient te liggen bij aandeelhouders, gelet ook op het vertrouwen dat de raad van commissarissen van de algemene vergadering dient te hebben.¹⁸⁰ Het nog steeds in art. 2:140/250 lid 2 BW vervatte richtsnoer voor commissarissen ecarteert Den Boogert kortweg met een beroep op de scepsis van Honée in 1996, omtrent de juistheid daarvan waar het gaat om de positie van de raad van commissarissen.¹⁸¹ Winter lijkt min of meer dezelfde mening toegedaan als Den Boogert waar hij in 2006 opmerkt, onder verwijzing naar dezelfde ontwikkelingen in 2004 en Den Boogert’s betoog, dat ‘het belang van aandeelhouders een prominere plaats inneemt in de door de RvC te maken belangenafweging.’¹⁸²

Weerspiegelt de opvatting van Den Boogert een in relevante Nederlandse kringen inmiddels breed gedragen opvatting? Noch in de wet, noch in de rechtspraak, noch in de Nederlandse *corporate governance* code viel en valt daarvoor mijns inziens een overtuigend aanknopingspunt te vinden. De wetgever heeft ten tijde van de aanpassing van het structuurregime buiten iedere twijfel geplaast geen wijziging te beogen van de positie van de raad van commissarissen als samengevat in art. 2:140/250 BW.¹⁸³ Dit uitgangspunt vond en vindt bevestiging in zowel enquêterechtspraak van de Hoge Raad en

¹⁸⁰ Den Boogert 2005, p. 252-255. Zie voor die lezing ook Josephus Jitta/Van der Klip 2008, p. 327 en Kemperink 2007, p. 121.

¹⁸¹ Honée 1996.

¹⁸² Van Schilfgaarde/Winter 2006, p. 212. Zie in soortgelijke zin Buijs 2006, p. 119 en Van Solinge 2006.

¹⁸³ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 4, 16 waaronder: ‘Gehandhaafd is de spilfunctie van het toezichthoudend orgaan dat onafhankelijk is van het bestuur op wiens prestaties moet worden gelet en van de belanghebbenden ten behoeve van wie het toezicht wordt uitgeoefend. (...) De verbetering van de positie van belanghebbenden moet het vertrouwen in de raad – en daarmee in de structuurregeling – versterken zonder dat commissarissen zich voortaan uitsluitend nog richten naar het belang van een (of meer) van die belanghebbenden. De sleutel voor toezicht blijft het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming’, *Kamerstukken II* 2002/03, 28 179, nr. 31, p. 8 en *Kamerstukken I* 2003/04, 28 179, B, p. 3: ‘(...) commissarissen [verrichten] hun werkzaamheden zonder last of ruggespraak en zonder enig bijzonder belang te vertegenwoordigen. De onafhankelijkheid van commissarissen moet zowel ten opzichte van het bestuur als ten opzichte van aandeelhouders of werknemers gewaarborgd zijn.’ Dit beantwoordt mijns inziens al de drie subvragen van Den Boogert 2005, p. 254. Zie ook *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 38, Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 489, SER-advies 2008, p. 23, 44, Gortzak/Bloemarts 2007, p. 243 e.v., Honée 2006, p. 218, Langman 2006, p. 353 e.v. en Kroeze 2005a, p. 273.

van de Ondernemingskamer,¹⁸⁴ als in principes III.1-2 van de code. Ik heb ook niet de indruk dat commissarissen het in de praktijk zo sterk beleven als door Den Boogert betoogd.¹⁸⁵ Bartman spreekt in dit verband zelfs – op de hem kenmerkende wijze – over het ‘nastreven van het ruime vennootschappelijke belang’ als ‘de queeste waarvoor zowel bestuurders als commissarissen zich hebben aangemeld’, sinds jaren de ‘heilige graal van het Nederlandse vennootschapsrecht’ die nog niets aan betekenis heeft ingeboet.¹⁸⁶

Ik plaats drie aanvullende kanttekeningen bij het betoog van Den Boogert. *Allereerst* bestaat er doorgaans (vooral 100% concernverhoudingen weggedacht) niet zoiets als hét aandeelhoudersbelang, omdat ook aandeelhouders – en daarmee hun belangen – in soorten en maten komen, met allemaal eigen voorkeuren (zie nr. 2.2). Hoe kan de raad van commissarissen nu in functionele zin ‘loyaal’ zijn jegens al die aandeelhouders en hun uiteenlopende belangen, althans ‘het aandeelhoudersbelang’ extra zwaar laten wegen? Toegegeven, ook het begrip ‘belang van de vennootschap’ is niet eenduidig, maar mede door de nadruk die daarbij doorgaans ligt op het streven naar een gezonde continuïteit van de onderneming – in het kader van de daarop gerichte beleidsvoering dienen bestuur en raad van commissarissen de belangen van betrokkenen in aanmerking te nemen, waaronder die van aandeelhouders (zie nr. 3.1.1) – geeft dit wel beduidend meer houvast. Deze realiteit bemoeilijkt het door Den Boogert voorgestane model. Een *tweede*

¹⁸⁴ Zie o.a. OK 7 mei 2008, *JOR* 2008/195 (*Vialle Alternative Fuel Systems*), r.o. 3.5, HR 14 september 2007, *JOR* 2007/239 (*Versatel Telecom International*), r.o. 4.3, HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN Amro Holding*), r.o. 4.6, OK 28 december 2006, *ARO* 2007, 7 (*KPNQwest*), r.o. 3.47 en OK 13 maart 2003, *JOR* 2003/85 (*Corus Nederland*), r.o. 3.4 e.v. Het moederarrest is HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465.

¹⁸⁵ Zie, naast Langman 2006, p. 353-354, De Bos/Lückerath-Rovers 2008, p. 38-39 waaruit volgt dat bij commissarissen de nadruk vooral, maar niet alleen, ligt op het in aanmerking nemen van belangen van aandeelhouders én werknemers. Ik wijs ook op HBS 2009, p. 3-4, dat een onthullend inkijkje biedt in opvattingen van Amerikaanse *directors*: ‘*The directors also agreed that they should function as long-term stewards of their companies. Given this perspective, it is not surprising that they also worried about the short-term focus on shareholder value that has come to dominate the U.S. economy. Specifically, they were critical of the agency theory promulgated by former Harvard Business School professor Michael Jensen. According to this theory, directors should act as agents for their companies’ shareholders. While recognizing their fiduciary duty to the shareholders who technically elect them, our respondents are typically acutely aware that they also have a legal responsibility for the long-term health of the company. Furthermore, they recognize that shareholders are often short-term investors with no long-term commitment to the company. In sum, these directors tend to be uncomfortable with the notion that they can or should act as shareholders’ agents. As one senior executive put it, “We are transitory managers of a permanent institution.”*’

¹⁸⁶ Bartman 2009, p. 692.

bezwaar is het gegeven dat in toenemende mate wordt aangenomen in de rechtspraak dat de raad van commissarissen, bij conflicten tussen enerzijds een of meer aandeelhouders en anderzijds het bestuur, op onafhankelijke wijze bemiddelend dient op te treden (zie nr. 2.2 en 3.2.2).¹⁸⁷ Hoe kan de raad van commissarissen dat nu op zinvolle wijze doen, als hij zich vooral moet richten naar de wensen en belangen van aandeelhouders? Ook hieruit blijkt dat voornoemd model niet erg werkbaar oogt. Een *derde* probleem is dat in een monistisch model van ondernemingsbestuur, de functionarissen die mede met toezicht zijn belast deel uitmaken van hetzelfde *bestuursorgaan* als de uitvoerende functionarissen (zie nr. 2.3 en 4.1-4.3). In dat model dragen alle functionarissen uiteindelijk de verantwoordelijkheid voor het bestuursbeleid. Dat het bestuur zich dient te richten naar het belang van de vennootschap wordt door niemand betwist, ook niet door Honée in 1996. Dit volgt reeds uit de code en binnenkort ook uit Boek 2 BW, ervan uitgaande dat het wetsvoorstel omtrent invoering van een optioneel monistisch model op dat punt wet wordt (zie nr. 2.3 en 4.1). Of heeft dan wat betreft de toezichthoudende taak van niet-uitvoerende bestuurders te gelden dat zij het door Den Boogert gepropageerde richtsnoer dienen te hanteren en wat betreft de overige bestuurstaken het traditionele richtsnoer (zie nr. 3.1.1) moeten volgen? Over verknijpte figuren gesproken. Hier heeft voornoemd model dus hoe dan ook geen bestaansrecht. Ik kan niet inzien waarom, waar het gaat om toezicht op uitvoerende functionarissen (bestuurders) en het daarbij door de toezichthouder te hanteren richtsnoer, aandeelhouders in een dualistisch model zich juridisch gezien categorisch in een andere positie zouden mogen bevinden dan aandeelhouders in een monistisch model.¹⁸⁸ Wellicht voelen commissarissen zich soms feitelijk genoodzaakt meer of zelfs vooral rekening te houden met belangen van aandeelhouders, gelet op de mogelijkheid van een ontslagpoging door de algemene vergadering (zie nr. 3.3.2), maar een harde juridische grondslag voor een dergelijke gedragslijn bestaat mijns inziens in algemene zin dus niet, integendeel. Ten slotte en terzijde: ik geloof ook niet dat de opvattingen in het huidige tijdgewricht over de nadruk op aandeelhoudersbelangen goed aansluiten bij het betoog van Den Boogert (zie nr. 2.2); dit is geen vruchtbare bodem.

Iets anders is, en dat lijkt mij eigenlijk de stuwende kracht achter het betoog van Den Boogert,¹⁸⁹ dat de verhoudingen binnen de grote naamloze vennootschappen erbij gebaat zouden zijn als aandeelhouders meer het idee hebben (i) dat zij adequaat worden geïnformeerd, (ii) dat (ook) hun belangen

¹⁸⁷ Zie laatstelijk OK 5 augustus 2009, *LJN* BJ4688 (*ASM International*), r.o. 3.14.

¹⁸⁸ Zie ook *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 10 en nr. 6, p. 15-17.

¹⁸⁹ Den Boogert 2005, p. 255-256.

daadwerkelijk op zorgvuldige wijze in aanmerking worden genomen door het bestuur en de raad van commissarissen (c.q. uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders), (iii) dat de raad van commissarissen (c.q. niet-uitvoerende bestuurders) op integere, intellectuele, weerbare en doortastende wijze toezicht houdt op het bestuur (c.q. uitvoerende bestuurders) en (iv) dat zowel het bestuur als de raad van commissarissen (c.q. uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders) op duidelijke en verifieerbare wijze verantwoording aflegt over het gevoerde beleid.¹⁹⁰ Met andere woorden: dat de aandeelhouders vertrouwen hebben in het bestuur en de raad van commissarissen, in het bestaande Nederlandse model van ondernemingsbestuur (dit geldt overigens ook voor bestuur en raad van commissarissen in hun onderlinge verhouding; zie nr. 3.2.2). Dát spreekt mij veel meer aan, maar de oplossing daarvoor ligt mijns inziens mede in het bevorderen bij bestuur en raad van commissarissen van het bewustzijn wat hun taakopdracht op dat punt vereist, niet in het ‘omkatten’ van het sinds lang onderschreven richtsnoer waarnaar de raad van commissarissen zich bij zijn taakvervulling dient te richten.

3.1.3 DE ALGEMENE VERGADERING

Uit het systeem van Boek 2 BW volgt mijns inziens dat op de algemene vergadering niet een taakopdracht (prospectieve verantwoordelijkheid) rust die naar de aard vergelijkbaar is met de op het bestuur/bestuurders en de raad van commissarissen/commissarissen rustende taakopdrachten (zie nr. 1.2). Daarbij neem ik in aanmerking dat aandeelhouders zich – binnen de grenzen van art. 2:8 BW – in die hoedanigheid primair door hun eigen (rendements)belangen mogen laten leiden en dus niet het belang van de vennootschap voorop hoeven te stellen (zie nr. 1.2 en 3.2.3). Los daarvan staat dat de algemene vergadering en de aandeelhouders bepaalde bevoegdheden/rechten toekomen, waarvan ik de bulk benoemde in nr. 2.1. Een interessante ontwikkeling in dit verband is dat, in hetzelfde wetsvoorstel waarin wordt voorgesteld een optioneel monistisch model van ondernemingsbestuur in te voeren, wordt voorgesteld de bestaande tegenstrijdig belang regeling vervat in art. 2:146/256 BW te vervangen (zie nr. 2.3); en die voorgestelde nieuwe regeling staat op gespannen voet met het voorgaande.

De huidige tegenstrijdig belang regeling is geplaatst in het leerstuk van de vertegenwoordiging, waarvan de basisregeling in art. 2:130/240 BW is neergelegd. Art. 2:146/256 BW brengt mee dat, indien de vennootschap een tegenstrijdig belang heeft met een of meer bestuurders, de vennootschap wordt vertegenwoordigd door de raad van commissarissen (indien aanwezig

¹⁹⁰ Het ontbreken daarvan vormt welbeschouwd de kern van OK 5 augustus 2009, *LJN* BJ4688 (*ASM International*), r.o. 3.11-3.17.

en tenzij anders is bepaald bij statuten) en de algemene vergadering altijd bevoegd is een of meer andere personen daartoe aan te wijzen. Wordt de vennootschap onbevoegd vertegenwoordigd, dan komt haar in beginsel een beroep toe jegens de derde op niet-gebondenheid aan (lees: nietigheid van) de door de vertegenwoordigingsonbevoegde bestuurder(s) verrichte rechtshandeling. De regeling heeft geleid tot nogal wat rechtspraak van de Hoge Raad en polemieken in de literatuur, mede omdat deze vanwege de potentieel externe werking ervan een spanningsveld oproept tussen enerzijds bescherming van de vennootschap en anderzijds de belangen van derden (of breder: de zekerheid in het handelsverkeer). Ik laat dat allemaal daar¹⁹¹ en signaleer hier dat vrij algemeen wordt onderschreven dat de regeling aan aanpassing zo niet vervanging toe is. Daarin voorziet het wetsvoorstel.¹⁹² De voorgestelde tegenstrijdig belang regeling (art. 2:129/239 lid 5-6 BW) is geplaatst in de sleutel van de *besluitvorming* en brengt mee:

- (a) dat een bestuurder niet deelneemt aan de besluitvorming (inclusief de voorafgaande beraadslaging en de uiteindelijke stemming, zo die er is; zie nr. 4.2-4.3) indien hij daarbij een tegenstrijdig belang heeft met de vennootschap;
- (b) dat indien als gevolg daarvan geen bestuursbesluit kan worden genomen de raad van commissarissen het besluit neemt; en
- (c) dat bij het ontbreken van de raad van commissarissen (of, zo zou ik menen, indien ook alle commissarissen een tegenstrijdig belang hebben) de algemene vergadering het besluit neemt; met dien verstande
- (d) dat in het laatste geval de statuten anders kunnen bepalen.

Voor commissarissen geldt onder het wetsvoorstel een soortgelijke regeling (art. 2:140/250 lid 5 BW). Wat de voorgestelde regeling in wezen beoogt te bewerkstelligen is dat de besluitvorming niet wordt gekleurd door een tegenstrijdig belang/vennootschapsvreemd belang, opdat *het belang van de vennootschap* hoe dan ook voorop blijft staan. Schending van de regeling raakt in beginsel de derde niet, aldus het wetsvoorstel, omdat daardoor de bestuurlijke vertegenwoordigingsbevoegdheid niet wordt geraakt. Waar ik hier aandacht voor wil vragen is het onder (c) genoemde element.¹⁹³ Dit is mijns inziens een problematische figuur, zowel om praktische als principiële redenen. Ik beperk me hier tot het tweede aspect, omdat vooral dat raakt aan de

¹⁹¹ Zie voor een mooi overzicht Lennarts/Boschma 2008, p. 725-730. Overigens bevat ook de *Corporate Governance Code 2008* bepalingen over tegenstrijdig belang in principes II.3 (bestuur) en III.6 (raad van commissarissen).

¹⁹² Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 2, nr. 3, p. 10-14 en nr. 6, p. 19-25.

¹⁹³ Er zijn meer valide bezwaren. Zie o.a. Huizink 2009, p. 39-41, Lennarts/Boschma 2008, p. 725-736 en noot 197.

geëigende rol van de algemene vergadering in het huidige Nederlandse model van ondernemingsbestuur.

Welbeschouwd brengt dat element van de voorgestelde regeling mee dat de algemene vergadering opeens het aangewezen orgaan kan zijn om het besluit te nemen, terwijl het onderwerp van besluitvorming – in de regel: een aspect van ondernemingsbeleid – bij uitstek tot de bestuurstaak behoort. Het gaat hier niet om goedkeuring van een bestuursbesluit door de algemene vergadering, want dat besluit ontbreekt nu juist. Is de algemene vergadering wel in de positie om een dergelijk besluit op verantwoorde wijze te nemen, bezien vanuit het belang van de vennootschap *welk belang aandeelhouders dus niet als richtsnoer voor hun handelen behoeven te nemen?* Wat frappeert is dat het wetsvoorstel hiermee nergens rekening houdt, sterker nog; hierover met geen woord rept. Niet in de toelichting en ook niet in de nota naar aanleiding van het verslag. Gek genoeg is inzake de aandeelhouder(s)-bestuurde besloten vennootschap dit knelpunt wel onderkend, gelet op de motivering van het niet invoeren van een dergelijke figuur in het Nederlandse ondernemingsrecht. Die rust mede op het feit dat ‘het aanvaarden van een aandeelhoudersbestuurde vennootschap een zekere spanning oplevert met het uitgangspunt in het Nederlandse recht dat het bestuur van de vennootschap het vennootschappelijk belang moet dienen.’ Die spanning ontstaat omdat dit uitgangspunt niet voor aandeelhouders geldt.¹⁹⁴ Ik kan hieruit slechts afleiden dat in de voorgestelde regeling op dat punt kennelijk geen wijziging beoogd is van het gangbare model van ondernemingsbestuur en ben daardoor sterk geneigd voornoemde vraag ontkennend te beantwoorden: deze figuur past niet in het vigerende model, specifiek de positie van de algemene vergadering daarin.

Men zou dit probleem kunnen wegmoffelen door aan te voeren dat de statuten een afwijkende regeling mogelijk maken. Dat is op zichzelf juist, maar neemt niet weg (i) dat het *uitgangspunt* is dat de algemene vergadering het besluit neemt en (ii) dat er simpelweg geen andersluidende statutaire bepaling komt tenzij de algemene vergadering daarmee instemt; het principiële punt blijft daarmee staan. Ook de tegenwerping dat het in de praktijk wel zal loslopen overtuigt mij niet, nog los van het voorgaande. De praktijk is weerbarstig en laat vaak juist die casus zien waar niemand nog bij had stilgestaan. Het is wat al te naïef om te veronderstellen dat dit ‘slechts’ een theoretisch

¹⁹⁴ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 10 onder verwijzing naar De Kluiver c.s. 2004, p. 23: ‘Het aanvaarden van een aandeelhoudersbestuurde vennootschap levert een zekere spanning op met de algemeen aanvaarde gedachte dat het bestuur van de BV het vennootschappelijk belang (waaronder ook het belang van werknemers) moet dienen, terwijl de aandeelhouder primair zijn eigen belang mag dienen’ (zonder voetnootverwijzing). Zie over een grensverkenning van de vennootschap zonder bestuur of algemene vergadering Timmerman 2004a.

knelpunt is. Daarbij komt dat de voorgestelde regeling ook voor de besloten vennootschap zal gelden, waarin de raad van commissarissen nogal eens ontbreekt. Zo uitzonderlijk zal het daarbij niet zijn dat betrokkenheid van de algemene vergadering vereist is. Men zou ook kunnen betogen dat uiteindelijk nog steeds vertegenwoordiging van de vennootschap vereist is wil deze gebonden zijn aan enige rechtshandeling, waarbij dan weer geldt dat het bestuur c.q. een of meer bestuurders daartoe bevoegd blijft/blijven. Maar dekt dat het probleem dan wel af? De vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur c.q. een of meer bestuurders laat de aanwezigheid van een tegenstrijdig belang binnen het bestuur immers onverlet; wat komt er dan terecht van het doel van de voorgestelde regeling? Bovendien gaat het wetsvoorstel ervan uit dat, als het bestuur in strijd met deze regeling een besluit neemt, de besluitvorming vatbaar is voor vernietiging ex art. 2:15 BW. Hoewel ik vraagtekens plaats bij die uitwerking,¹⁹⁵ volgt daaruit logischerwijs (i) dat een dergelijk besluit aangemerkt moet worden als een rechtshandeling (anders valt er niets te vernietigen) en (ii) dat als in plaats van het bestuur de algemene vergadering dat besluit moet nemen voorgaande kwalificatie evenzeer geldt (of degradeert dat besluit dan opeens tot een niet ex art. 2:15 BW voor aantasting vatbare ‘beslissing’?). Volgt daaruit dan niet weer de mogelijkheid dat de algemene vergadering de vennootschap kan binden, indien sprake is van een direct extern werkend besluit, bijvoorbeeld wanneer zij besluit tot het doen of aanvaarden van een aanbod? Of moet dan worden aangenomen dat een dergelijk besluit slechts een ‘besluitaspect’ kan kennen en niet ook een ‘vertegenwoordigingsaspect’?¹⁹⁶

Het wetsvoorstel zwijgt hierover in alle talen. Dat lijkt mij geen wenselijke benadering (nog daargelaten dat ik van de voorgestelde regeling op zich al niet gecharmeerd ben¹⁹⁷), gelet op de rol die de tegenstrijdig belang problematiek speelt in de praktijk; die valt geenszins te verwaarlozen. Over de precieze werking van de voorgestelde regeling dient dan geen vermijdbare onduidelijkheid te bestaan. Of komt de opsteller van het wetsvoorstel er zelf ook niet uit?

Dit brengt mij bij eisen van verantwoord gedrag.

3.2 *Eisen van verantwoord gedrag*

Eerst een enkele opmerking over de nomenclatuur, in aanvulling op nr. 1.2. Ik maak hier in hoofdzaak onderscheid in gedragsnormen, toetsingsnormen en – breder – beslissingsregels.

¹⁹⁵ Zie ook Huizink 2009, p. 40.

¹⁹⁶ Zie Van Schilfgaarde/Winter 2006, p. 278-279.

¹⁹⁷ Zie Assink/Van Zanten 2009 en Assink 2008d, p. 737-741 (mèt een alternatief).

Eisen van verantwoord gedrag zien in mijn optiek op rechtens relevante *gedragsnormen* die gelden voor bepaalde actoren en die voorschrijven welke gedragslijn deze actoren in bepaalde situaties dienen te volgen. In het ondernemingsrecht gaat het dan vooral om bestuurders en commissarissen, van wie de gedragingen moeten worden gezien in het bredere verband van hun taakopdracht (prospectieve verantwoordelijkheid) en van wie wordt verwacht dat zij voor hun taak zijn berekend en deze nauwgezet vervullen¹⁹⁸ (zie nr. 1.2). Deze subnormen kunnen worden gebracht onder de noemers ‘verantwoord bestuur’ en ‘verantwoord toezicht’ (zie nr. 3.2.1-3.2.2; mijns inziens vallen ook eisen van ‘verantwoord aandeelhouderschap’ te onderscheiden, zie nr. 3.2.3). De essentie van dergelijk verantwoord gedrag is dat deze functionarissen hun taak niet onvervuld laten, dat zij bij hun taakvervulling binnen de grenzen van hun bevoegdheden opereren, dat zij – binnen die grenzen – die bevoegdheden op een deugdelijke wijze aanwenden ter bevordering van het belang van de vennootschap en dat zij ook overigens aan de voor hen geldende plichten voldoen. Dit algemene vereiste van verant-

¹⁹⁸ Zie o.a. HR 8 april 2005, *NJ* 2006, 443 (*Laurus*), r.o. 3.8 en met name HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360 (*Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo*), r.o. 3.3.1, waar deze aspecten deel uitmaken van een interessante omstandigheden-catalogus in het kader van een art. 2:9 BW aansprakelijkheidsanalyse, welke opsomming wellicht een indicatie geeft van factoren die de Hoge Raad – althans een decennium terug – van belang vond bij het beoordelen van bestuurlijk gedrag. Hoe dan ook, er is dus klaarblijkelijk een objectieve ondergrens waarvoor deze functionarissen moeten instaan, oftewel een objectieve ‘maatman’ functionaris (lees: de redelijk handelende en redelijk bekwame functionaris). Dit wordt klaarblijkelijk anders uitgewerkt in Delaware. Zie o.a. *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996): ‘Indeed, one wonders on what moral basis might shareholders attack a good faith business decision of a director as “unreasonable” or “irrational”. Where a director in fact exercises a good faith effort to be informed and to exercise appropriate judgment, he or she should be deemed to satisfy fully the duty of attention. If the shareholders thought themselves entitled to some other quality of judgment than such a director produces in the good faith exercise of the powers of office, then the shareholders should have elected other directors. Judge Learned Hand made the point rather better than can I. In speaking of the passive director defendant Mr. Andrews in *Barnes v. Andrews* [, 208 App. Div. 856 (S.D.N.Y. 1924), BFA], Judge Hand said: “True, he was not very suited by experience for the job he had undertaken, but I cannot hold him on that account. After all it is the same corporation that chose him that now seeks to charge him. (...) Directors are not specialists like lawyers or doctors. (...) They are the general advisors of the business and if they faithfully give such ability as they have to their charge, it would not be lawful to hold them liable. Must a director guarantee that his judgment is good? Can a shareholder call him to account for deficiencies that their votes assured him did not disqualify him for his office? While he may not have been the Cromwell for that Civil War, Andrews did not engage to play any such role.” In this formulation Learned Hand correctly identifies, in my opinion, the core element of any corporate law duty of care inquiry: whether there was good faith effort to be informed and exercise judgment.’

woord gedrag (bestuur c.q. toezicht) valt mijns inziens te concretiseren in twee pijlers, waarop de diverse gedragsnormen kunnen worden gebaseerd: (i) het algemene vereiste van *loyaliteit* (of: subjectief *bona fide* invulling van de taakopdracht) en (ii) het algemene vereiste van *zorgvuldigheid* (of: objectief zorgvuldige invulling van de taakopdracht). Welke set aan gedragsnormen precies geldt dient per geval te worden vastgesteld.¹⁹⁹ Verantwoord gedrag is een juridische kwalificatie, dat geen succesvol ondernemingsbeleid garandeert, maar daaraan wel kan bijdragen.

Waaruit kunnen die gedragsnormen voortvloeien? Ik denk dan primair aan de wet (vooral Boek 2 BW), de statuten en ongeschreven recht (mogelijk via de band van art. 2:8 BW). Vaststelling van – algemeen toepasselijke – op het ongeschreven recht gebaseerde gedragsnormen dient logischerwijs met de nodige reserve te geschieden, zo blijkt ook wel uit de rechtspraak. Het moet dan ten minste de toets van art. 3:12 BW kunnen doorstaan.²⁰⁰ Ik zou datzelfde willen aannemen voor normen die voortvloeien uit de Nederlandse *corporate governance* code (dus los van de uit art. 2:391 lid 5 BW voortvloeiende verantwoordingsplicht voor beursvennootschappen). Deze zijn weliswaar geschreven, maar op zichzelf lang niet alle automatisch aan te merken als rechtens relevante normen.²⁰¹ De zaak ligt logischerwijs anders wanneer de vennootschap zich vrijwillig committeert aan naleving van niet-juridische normen of die dienaangaande gerechtvaardigde verwachtingen heeft gewekt; die normen verworden aldus – via art. 2:8 BW – tot rechtens relevante normen. Ondernemingsrecht en inzichten omtrent goed ondernemingsbestuur zijn verwant, maar vallen niet volledig samen. Voor zover dergelijke inzichten daarbuiten vallen is sprake van normen die sociaal wenselijk worden geacht, van aanbevolen normen. Dit past bij het zwaartepunt van de code, dat toch primair ligt bij het bevorderen van intrinsiek integer gedrag (althans het ontmoedigen van tegenovergesteld gedrag) en

¹⁹⁹ Zie Assink 2007, nr. 34-35.

²⁰⁰ Zie o.a. HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (*ABN Amro Holding*), HR 21 februari 2003, NJ 2003, 182 (*HBG*) en Assink 2007, p. 512 met verwijzingen.

²⁰¹ Zie, naast de preambule (nr. 4-6) en principe I van de *Corporate Governance Code* 2008, ook Mok 2004, p. 88, *Kamerstukken I* 2003/04, 28 179, D, p. 2, *Kamerstukken II* 2003/04, 29 752, nr. 2, p. 21-22 en Den Boogert 2003, p. 412-413. Zie voor de VS o.a. *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000): 'All good corporate governance practices include compliance with statutory law and case law establishing fiduciary duties. But the law of corporate fiduciary duties and remedies for violations of those duties are distinct from the aspirational goal of ideal corporate governance practices. Aspirational ideals of good corporate governance practices for boards of directors that go beyond the minimal legal requirements of the corporation law are highly desirable, often tend to benefit stockholders, sometimes reduce litigation and can usually help directors avoid liability. But they are not required by the corporation law and do not define standards of liability.'

niet bij het nader invullen van het Nederlandse ondernemingsrecht. Het voornaamste doel van vooral de daarin vervatte *best practice* bepalingen – te onderscheiden van de, vaak erg algemeen geformuleerde, principes (zie nr. 2.1) – is om houvast te geven aan de praktijk, zonder daarbij uitputtend te willen zijn, maar ook de nodige flexibiliteit te bieden waar nodig. Dat die bepalingen beogen te faciliteren blijkt uit het uitgangspunt dat afwijking van die bepalingen is toegestaan, mits deugdelijk gemotiveerd (zie nr. 2.1). Dat laatste is belangrijk, omdat ondernemerschap en bureaucratie moeilijk samengaan. Hiermee is niet gezegd dat de code in het geheel geen rechtskarakter toekomt of op onderdelen kan gaan toekomen (zo zullen sommige als *best practice* geduide bepalingen daartoe niet beperkt zijn), wel dat het niet eenvoudig is om dat vast te stellen. Zo kan weliswaar worden betoogd dat de code is opgesteld door een commissie, die breed is samengesteld uit personen afkomstig uit diverse relevante praktijkgeledingen en die rekening heeft gehouden met opvattingen uit de praktijk in diverse consultatierondes, als blijkt dat veel vennootschappen afwijken van bepalingen uit de code is dat laatste een sterke aanwijzing dat die bepalingen desondanks niet kwalificeren als in Nederland breed aanvaarde inzichten omtrent *corporate governance* (in de zin van art. 3:12 BW). Ik vraag mij af of de Hoge Raad soms niet wat te gemakkelijk bereid is aan te nemen dat de bepalingen uit deze code invulling geven aan het Nederlandse ondernemingsrecht, vooral via art. 2:8, 2:9 en 3:12 BW.²⁰² Deze benadering bevordert ook niet de door de opstellers van de code uitdrukkelijk beoogde redelijke omgang van aandeelhouders met afwijkingen van die bepalingen; geen afvinkgedrag, maar openstaan voor een dialoog op basis van een zorgvuldige standpuntbepaling (zie nr. 1.2). Van *rechtens* vereist gedrag is het moeilijk afwijken. Juist in die faciliterende werking schuilt de meerwaarde van een samenstel aan *best practice* bepalingen, zoals aangereikt door de praktijk zelf als product van zelfregulering.²⁰³ Anders dan wel wordt betoogd, zie ik geen goede grond voor afschaffing daarvan.²⁰⁴

²⁰² Zie HR 14 september 2007, NJ 2007, 612 (*Versatel Telecom International*), r.o. 4.5 en HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (*ABN Amro Holding*), r.o. 4.4. Ik stipte dit aan in Assink 2009f.

²⁰³ Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 5: ‘De inhoud van de Code wordt niet bepaald door het kabinet. Wel is het aan het kabinet om te bepalen of de Code wordt aangewezen als Code op basis waarvan in het jaarverslag van beursvennootschappen moet worden aangegeven of toepassing is gegeven aan de Code dan wel uit te leggen waarom daarvan is afgeweken (artikel 2:391 lid 5 BW).’ Ik wijs ook op Winter 2003, p. 334 e.v.

²⁰⁴ Zie Willems 2009, waarover o.a. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 22 en Assink 2009f.

De gedragsnorm dient te worden onderscheiden van de corresponderende *toetsingsnorm*. Daaronder versta ik de aan de rechter gerichte norm die voorschrijft hoe deze in rechte dient vast te stellen of de betreffende actor in strijd met de voorliggende gedragsnorm heeft gehandeld. Die toetsingsnorm zegt dus niets over het gedrag dat van de actor verwacht wordt. Gedragsnorm en toetsingsnorm kunnen *qua* strengheid samenvallen, convergeren. Maar dat hoeft mijns inziens niet; zie nr. 3.3.3. Is sprake van divergentie, dan toetst de rechter het bestuurlijk gedrag terughoudender, niet vol aan de gedragsnorm. Dit alles ziet ‘slechts’ op de vraag of sprake is van een normschending, van ondermaats gedrag.²⁰⁵ Aansprakelijkheid is met een dergelijke schending bijvoorbeeld niet gegeven, al was het maar omdat daarvoor tevens de aparte vraag beantwoord dient te worden of de normschending de actor toegerekend kan worden (welke vraag in de regel in de schuldsleutel staat, wat past bij de objectieve ‘maatman’ bestuurder die in het Nederlandse ondernemingsrecht tot uitgangspunt wordt genomen²⁰⁶; dit is de dominante toerekeningsnorm), nog afgezien van aspecten als schade, causaal verband

²⁰⁵ Van Wijk 2009, p. 284 miskent onder meer dat aspect.

²⁰⁶ Zie noot 198. Voor toerekening op grond van verkeersopvattingen – zoals bijvoorbeeld wel tot uitdrukking komt in de algemene regeling art. 6:162 lid 3 BW, maar niet in de speciale regelingen art. 2:9 BW en art. 2:138/248 lid 1 BW (lid 2 bevat een toegespitst toerekeningsmechanisme) – bestaat in deze context mijns inziens naar huidig recht weinig tot geen ruimte, gelet op die objectieve ‘maatman’. Die benadering zou ik ook uit rechtspolitieke overwegingen minder geschikt achten: het zelfstandige toerekening-element vlakkt dan te veel af in de beoordeling. Ik heb overigens ook niet de indruk dat de Hoge Raad in op art. 6:162 BW gebaseerde aansprakelijkheidsprocedures het toerekeningvraagstuk anders benadert dan in de schuld-sleutel; dit is als het ware verdisconteerd in o.a. HR 8 december 2006, *NJ* 2006, 659 (*Ontvanger/Roelofsen*), r.o. 3.5-3.6, een standaardarrest op dit gebied. Naar een invulling van art. 2:9 BW die gekleurd is door de opbouw van art. 6:162 BW (met name de verkeersopvattingen van lid 3 als alternatieve grondslag voor toerekening naar schuld) moeten we mijns inziens niet toe. Ook omgekeerd ben ik niet geporteerd voor een invulling van art. 6:162 BW die loopt via het (on)behoorlijkheidsmechanisme van art. 2:9 BW, een holistisch aandoende benadering die in voornoemd arrest ogenschijnlijk werd gehanteerd. Zie Assink 2009d en Assink 2007, nr. 24.c en 42.b, waaruit ook volgt dat en waarom ik geen voorstander ben van een *gefixeerde* zware schuldgradatie (als additionele drempel), laat staan een onwrikbaar vereiste van disloyaliteit (bewust of doelbewust tekortschieten; vgl. art. 7:661 BW (over ‘opzet of bewuste roekeloosheid’), dat slechts ziet op werknemersaansprakelijkheid). Een dergelijke rigide benadering (i) past niet goed bij de fiduciaire positie van bestuurders en commissarissen in verhouding tot ‘hun’ vennootschap (zie nr. 1.2), (ii) leidt tot allerhande – bewijsrechtelijke – complicaties, (iii) past evident niet in de bestaande rechtspraak inzake interne en externe aansprakelijkheid op de voet van art. 2:9, 2:138/248 en 6:162 BW (zie o.a. noten 23, 198 en 211) en (iv) is als zelfstandig correctiemiddel – naast andere middelen zoals causaal verband tussen normschending en schade, toerekenbaarheid van schade en matiging – ook niet nodig om de toetsende rechter in aansprakelijkheidsprocedures op verantwoorde wijze tot billijke uitkomsten te kunnen laten komen (zie ook nr. 3.3.3). We moeten het allemaal niet te moeilijk willen maken; zeker op dit vlak schuilt de meerwaarde, naast de charme, in de eenvoud van de systematiek.

(*condicio sine qua non*) en toerekenbaarheid van die schade. Men zou ál deze elementen – waaronder de toetsingsnorm – kunnen duiden als separate aan de rechter gerichte *beslissingsregels*, die tot doel hebben het proces van juridische geschilbeslechting te configureren.²⁰⁷ De term ‘aansprakelijkheidsnorm’ acht ik minder gelukkig (en hanteer ik niet), omdat die welbeschouwd niet als zodanig bestaat, maar hooguit als een legering van diverse elementen.²⁰⁸ Een dergelijk begrip acht ik weinig functioneel, het vertroebelt meer dan dat het toevoegt. Wat betreft het enquêterecht merk ik op dat met een gedragsnormschending ‘wanbeleid’ (art. 2:355 BW) nog niet gegeven is. Daaruit volgt ook dat ‘wanbeleid’ niet moet worden gezien als een toetsingsnorm zoals hiervoor uiteengezet, hetgeen overigens ook geldt voor de begrippen ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ (art. 2:350 BW) en ‘onjuist beleid’ (art. 2:354 BW), en daarbuiten voor ‘onbehoorlijke taakvervulling’ (art. 2:9 BW) en ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ (art. 2:138/248 BW).²⁰⁹

Er zijn nog andere nuanceringen denkbaar, bijvoorbeeld *anatomieregels* die het bestaan van de vennootschap reguleren (denk aan de werking van oprichting, omzetting, fusie, splitsing, ontbinding/vereffening, enzovoort) en *allocatieregels* die verduidelijken hoe taken en bevoegdheden/rechten worden verdeeld binnen een vennootschap tussen de betrokken organen (denk aan art. 2:107/217 lid 1 BW, art. 2:107a BW en art. 2:164/274 BW). Die mechanismen laat ik hier rusten.

Ik keer nog even terug naar de gedragsnormen. Het is mijns inziens wenselijk dat bestuurders, commissarissen en aandeelhouders vooraf op hoofdlijnen weten welke gedragslijn in welke gevallen rechtens verwacht wordt. Dit zal, bij gebreke aan eenduidige wettelijke, statutaire en overige regelge-

²⁰⁷ Zie uitvoeriger Assink 2009d, Timmerman 2009a, p. 11 en Assink 2007, nr. 16, 22.a, 33-39 en 42.

²⁰⁸ Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 448 en Timmerman 2009a, p. 11 maken hier geen scherp onderscheid en verwijzen wel naar die term. Zie over het beruchte – vooral in de aansprakelijkheidscontext gehanteerde – *samengestelde* begrip ‘ernstig verwijt’ (in de zin van normschending én toerekening), dat (i) op zichzelf analytisch welbeschouwd geen meerwaarde biedt, (ii) niet heel consistent wordt toegepast en (iii) het zicht wegneemt op het onderscheid tussen gedragsnorm, toetsingsnorm en toerekenbaarheid van gedragsnormschending in de relevante contexten (met name art. 2:9 BW en art. 6:162 BW), Assink 2009d, Assink 2008b, p. 833-837 en Assink 2007, nr. 42.a-b. Zoals daarin uiteengezet zie ik de in de literatuur inmiddels wel verkondigde zegeningen van convergentie op dit gebied – die inmiddels inderdaad uit Hoge Raad rechtspraak te herleiden valt – niet zo; die convergentie biedt schijn duidelijkheid. De ontwikkeling van dit begrip in de rechtspraak is voorlopig niet ten einde; zo roept de weinig eenduidige toepassing ervan in HR 11 september 2009, *LJN BH4033 (ComSystems/Van den End q.q.)* vraagtekens op, de Hoge Raad kwam er hier kennelijk niet helemaal uit.

²⁰⁹ De verhouding tussen de hier genoemde wettelijke maatstaven duidde ik in Assink 2007, nr. 36-37, 42.b en 42.d.

ving, vooral moeten uitkristalliseren in de rechtspraak. Dat laatste heeft nogal eens tijd nodig en daarin zie ik ruimte voor verbetering. Bijvoorbeeld:

- (a) door (i) het in toenemende mate – abstraherend van omstandigheden van het geval – blootleggen van de contouren van voor bepaalde gevallen rechtens verwacht gedrag (lees: gedragsnormen) en in dat verband gehanteerde kernbegrippen en (ii) consequente hantering van die juridische omlijning bij de beslechting van geschillen, waaronder ik ook versta het terugverwijzen in uitspraken naar relevante precedënten (een ‘positivistische’ benadering, die nog niet erg gangbaar is);
- (b) naast het noodzakelijke beantwoorden van de vraag of een bepaalde handelwijze – gelet op alle relevante omstandigheden van het concrete geval – afstuit op een wettelijke maatstaf, zoals in het enquêterecht gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen ex art. 2:350 BW of wanbeleid ex art. 2:355 BW (een ‘negativistische’ benadering, die erg gangbaar is).

Deze actoren kunnen zo in toekomstige gevallen hun feitelijke doen en laten beter afstemmen op de eisen die het recht stelt. Dat is niet alleen wenselijk (we willen als maatschappij immers graag dat deze actoren zich binnen de grenzen van het recht begeven), maar ook billijk, omdat zij zich naderhand mogelijkerwijs dienen te verantwoorden in rechte voor hun doen en laten, terwijl ze op het moment van handelen veelal dienen te opereren in een complexe omgeving, onder tijdsdruk, op basis van beperkte informatie en met noodzakelijkerwijs begrensde cognitieve vermogens om de wel beschikbare informatie optimaal te verwerken en waarderen (zie nr. 3.2.1 en 4.3). Als het juridisch kader omtrent rechtens verwacht gedrag té versnipperd/duister is, zal de normatieve boodschap die daarvan uitgaat – en daarmee de potentieel gedragsbeïnvloedende werking ervan – voor deze actoren verloren gaan.²¹⁰ Overigens volgt uit theoretische kenbaarheid van gedragsnormen nog niet dat actoren zich er in de praktijk ook van bewust zijn. Zo ben ik als advocaat meer dan eens in aanraking gekomen met bestuurders die zich al tijden vol overgave met het ondernemerschap bezig hielden, maar eigenlijk geen idee hadden wat er in de statuten van ‘hun’ vennootschap stond; die gedragslijn is bepaald niet zonder (aansprakelijkheids)risico’s.²¹¹

De verdeling van taken en bevoegdheden/rechten tussen vennootschapsorganen is een klassiek juridisch thema, dat in hoge mate door wettelijke en

²¹⁰ Zie Assink 2007, nr. 22.a, 28.b en 33-35. Dit is ook van groot belang voor de transactie praktijk, of breder: het handelsverkeer.

²¹¹ Zie o.a. HR 20 juni 2008, *JOR* 2008/260 (*Willemsen Beheer/NOM Investerings- en Ontwikkelingsmaatschappij*), r.o. 5.3-5.5 en HR 29 november 2002, *NJ* 2003, 455 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*), r.o. 3.4.5.

statutaire – maar ook jurisprudentiële – regelgeving bestreken wordt, wat statisch van aard is en structuur biedt aan een model van ondernemingsbestuur. De ambitie om verantwoord gedrag van bepaalde actoren in het vennootschappelijk kader te bevorderen is een modern juridisch thema, dat juist sterk door rechtspraak – en veel minder door wetgeving en statuten – bestreken wordt en dat steeds meer een zwaartepunt inneemt binnen het Nederlandse ondernemingsrecht, waarbij ik ook wijs op de vrij recente ontwikkeling van de Nederlandse *corporate governance* code (zie nr. 2.1). Het eerste thema is zeker belangrijk, maar vooral in het tweede thema zit mijns inziens ontwikkelingspotentie, mede via de diverse open wettelijke normen die het Nederlandse ondernemingsrecht rijk is (zie nr. 1.2). Ik trek hier enkele lijnen door de materie.

3.2.1 BESTUURDERS

Voor bestuurders kan, wat betreft de in de regel geldende gedragsnormen (vanuit Boek 2 BW perspectief), grofweg een driedeling worden gemaakt in (i) normen die de brede bestuurlijke taakopdracht in algemene zin omlijnen, (ii) normen die specifiek verband houden met het verschaffen van informatie c.q. het verkrijgen van goedkeuring/instemming/advies en (iii) normen die specifiek verband houden met het maken van zakelijke beleidsafwegingen. Gelet op de beperkte ruimte verwijs ik voor een inventarisatie van deze gedragsnormen naar mijn proefschrift.²¹² Hier wijd ik enkele gedachten aan drie gedragsnormen uit deze staalkaart, die voorschrijven:

- (a) dat het bestuur een strategisch beleid dient te voeren, inzicht dient te hebben in de algemene en financiële risico's van het (ondernemings) beleid en aandacht dient te hebben voor de beheersing en controle van de vennootschap;
- (b) dat het bestuur bij het maken van een zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te handelen; en
- (c) dat het bestuur telkens die zakelijke beleidsafweging dient te maken, waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat.

Van bestuurders wordt in beginsel verwacht dat zij daarbij – op loyale wijze invulling gevend aan de taakopdracht – een objectief redelijke mate van zorg betrachten, uiteraard vanuit een *ex ante* perspectief gezien.²¹³ Ik benadruk

²¹² Assink 2007, nr. 35.a-c.

²¹³ Zo impliceren de woorden 'het meest is gebaat' niet het instaan voor enig resultaat, maar verduidelijken deze waarnaar de bestuurder dient te streven in het kader van deze gedragsnorm (c), op basis van de voorhanden informatie als bedoeld onder (b) (zie nr. 1.2 over de negatieve en de positieve component van de taakopdracht). Hoe in dat verband – *ex post* – →

deze drie gedragsnormen, omdat (i) deze als gemeenschappelijke noemer hebben het nemen van verantwoorde (ondernemings)risico's en (ii) juist dát aspect (nog) sterker dan voorheen in de aandacht staat, als gevolg van (i) de toenemende discussie binnen vennootschappen tussen aandeelhouders en ondernemingsleiding over strategische kwesties en (ii) de financiële crisis waarin ook Nederland in 2007/2008 verzeild is geraakt (zie nr. 2.1-2.2). Weliswaar ligt de nadruk in de discussie sterk op *bancaire instellingen*, nu die partijen (i) een belangrijke rol hebben gespeeld in de aanloop naar de crisis, (ii) een maatschappelijke/nutsfunctie vervullen en (iii) door de crisis veelal sterk zijn geraakt,²¹⁴ dat neemt niet weg dat het nemen van verantwoorde (ondernemings)risico's welbeschouwd tot de kern behoort van de bestuurstaak binnen iedere vennootschap die een onderneming drijft (zoals ook wordt geïllustreerd door het algemeen toepasselijke art. 2:141/251 lid 2 BW; zie nr. 3.1.1). Ik licht die onderlinge samenhang toe.

Ondernemingen, waaronder financiële instellingen zoals banken,²¹⁵ trachten bij het voeren van ondernemingsbeleid uiteindelijk vooral rendement op geïnvesteerd vermogen te behalen, hetgeen het nemen van risico's meebrengt. Ondernemingsrisico kan uiteindelijk worden omschreven als de kans dat het rendement op een investering afwijkt van het op voorhand gehoopte/verwachte rendement. Het gaat dan eigenlijk om de mogelijkheid van mislukking, (significant) verlies, het mislopen van potentiële opbrengsten. Er bestaat bij ondernemen doorgaans een verband tussen risico en rendement: als uitgangspunt kan worden genomen dat die kans niet nul is en dat de bereidheid om grotere risico's te nemen – dus: om die kans groter te

wordt getoetst door de rechter is een heel ander verhaal. Van de bestuurder wordt verwacht dat hij op geïnformeerde grondslag en doordachte wijze die zakelijke beleidsafweging maakt waarbij, vooruitkijkend en naar verwachting, *het belang van de vennootschap* het meest is gebaat. Is sprake van een substantieel tegenstrijdig belang, dan zal in dit verband doorgaans een hogere mate van zorgvuldigheid van de bestuurder worden verlangd in het kader van de gedragsnorm en zal doorgaans ook worden getoetst of de vennootschap het meest was gebaat bij de gemaakte zakelijke beleidsafweging. Dit is de uitzondering op de regel, waarover in detail Assink 2007, nr. 39. Zie nader nr. 3.3.3.

²¹⁴ Zie de Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 11: 'Kernachtig gezegd is de kredietcrisis het gevolg van het structureel onderschatten van financiële risico's gedurende de afgelopen jaren, uiteraard en vooral door banken. (...) Banken zijn de afgelopen tijd veelal het zicht op complexe risico's kwijtgeraakt, terwijl het goed beheren van die risico's juist tot hun kerncompetenties behoort. Door een combinatie van lage rentestanden, euforische markten en een sterke druk om voortdurend winstgevender te zijn, is het zicht op het totaal van de risico's op een onaanvaardbare manier vertroebeld. Tekortschietend risicobeleid op concerniveau heeft ertoe geleid dat vitale risico's niet of verkeerd zijn beheerd.' Zie voor het VK Walker 2009, p. 21-22 en Turner 2009, p. 52 e.v. die ook het onderscheidende karakter van *bancaire* ondernemingsactiviteiten inzichtelijk maakt. Specifieke *bancaire* regelgeving in dit verband is o.a. in de Wft te vinden (zoals art. 3:17 Wft).

²¹⁵ Al past hier de kanttekening dat de Code Banken 2009 dat streven wat tempert, getuige o.a. principes 3.1.6 en 3.2.1-3.2.2.

maken – vaak correspondeert met de mogelijkheid van een hoger rendement.²¹⁶ In dit verband wordt wel onderscheid gemaakt in drie risicocomponenten (met nuanceringen), waarbij ik direct aanteken dat er andere classificaties denkbaar zijn en ook worden toegepast: (i) operationele risico's, (ii) marktrisico's en (iii) kredietrisico's. Een onderverdeling hiervan is mogelijk door de drieslag (i) bekendheid met bekende risico's, (ii) bekendheid met onbekende risico's (bekende onbekenden) en (iii) onbekendheid met onbekende risico's (onbekende onbekenden; die zijn veelal het gevaarlijkst). Bij de eerste component spelen vooral interne aspecten, bij de andere twee ligt de nadruk sterker op externe aspecten. Ik wijs bijvoorbeeld op Bainbridge, die uiteenzet dat *'[i]n general (...) the risks corporations face can be broadly categorized as operational, market, and credit. Operational risk encompasses such concerns as "inadequate systems, management failure, faulty controls, fraud, and human error." Related concerns include failure to comply with applicable legal rules, accounting irregularities, bad business models, and strategic planning errors. Market risk can be broadly defined as changes in firm valuation linked to asset performance. (...) market risks are identified and evaluated by financial models that predict changes in prices, interest rates, liquidity, and foreign exchange rates. Credit risk is defined as the possibility that a change in the credit quality of a counterparty will affect the firm's value. In this includes not only the risk of default, but also such risks as the possibility a credit-agency might downgrade the counterparty's creditworthiness.'*²¹⁷ Er zijn in theorie in wezen vier methoden waarop door een ondernemer vooraf met deze risico's kan worden omgegaan. *Ten eerste* vermijding ervan, door bepaalde activiteiten niet te ontplooiën of af te stoten. Het geheel vermijden van risico's en tegelijk voeren van ondernemingsbeleid zal in de regel niet samengaan. *Ten tweede* verplaatsing ervan, bijvoorbeeld door middel van verzekeringen (het gaat dan welbeschouwd om de *ex post* verplaatsing van de schadelijke gevolgen van een verwezenlijkt risico, op basis van een *ex ante* gesloten daartoe strekkende overeenkomst). Hieraan zijn kosten verbonden, zoals de verzekeringspremie. *Ten derde* beperking ervan (met name de operationele risico's), door het treffen van preventieve en reactieve maatregelen. Ook dit is doorgaans niet kosteloos. En *ten vierde* aanvaarding ervan, als onvermijdelijk voor het kunnen bereiken van het gehoopte/verwachte rendement.²¹⁸ Risico's die niet worden ver-

²¹⁶ Zie o.a. Bainbridge 2009a, p. 21 die opmerkt dat *'risk and return are directly proportional.'* Denk bijvoorbeeld aan het ontwikkelen van nieuwe producten en/of het betreden van nieuwe markten. Ondernemen heeft een avontuurlijke kant, waarbij het voor een deel ook gewoon 'mee moet zitten'. Zie uitvoerig Assink 2007, nr. 3.a en 3.d.

²¹⁷ Bainbridge 2009a, p. 4 (zonder voetnootverwijzingen).

²¹⁸ Zie reeds Wessels 1994, p. 62-74.

meden, verplaatst of beperkt worden automatisch aanvaard. Hoe met een bepaald risico wordt omgegaan zal mede afhankelijk zijn van het karakter daarvan. Zo ligt het niet voor de hand dat een ondernemer naar believen kan variëren met de kans dat dwingend opgelegde regelgeving – bijvoorbeeld terzake financiële verslaglegging – al dan niet wordt nageleefd.

De essentie van verantwoord ondernemerschap door primair het bestuur, of scherper: van het maken van geïnformeerde en doordachte zakelijke beleidsafwegingen in het belang van de vennootschap in een breder kader van onzekere factoren, incomplete informatie, moeilijk controleerbare exogene omstandigheden en geen heldere protocollen, is het nemen van gefundeerde en uitlegbare beslissingen over voornoemde verhouding tussen risico en rendement. Daarvoor is telkens nodig dat inzicht bestaat in (i) zowel het strategische beleid van de vennootschap (de koers die is uitgezet om de financiële en operationele doelstellingen te bereiken, inclusief de randvoorwaarden) en haar financiële/organisatorische spankracht, (ii) als het risico-profiel van de voorliggende alternatieven in het kader van dat beleid. Het *eerste* vergt inzicht in de bestaande stand van zaken, mede gelet op haar risicobereidheid (*risk appetite*²¹⁹) en het reeds gevoerde ondernemingsbeleid. Het *tweede* vergt inzicht in (i) het karakter en de omvang/gevoeligheid van de onderkende risico's in de voorliggende alternatieven (inventarisatie en evaluatie van risico's, wat op diverse manieren kan geschieden), (ii) de wijze waarop daarmee kan worden omgegaan (mogelijke beheersing van risico's) en (iii) de mogelijke gevolgen van de risico's in de denkbare scenario's voor de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming bij verwezenlijking van de kwade kans (mogelijke negatieve gevolgen van de respectieve risico's/scenarioanalyse). Vervolgens dient te worden toegezien op de uitwerking van de met de uiteindelijk gemaakte zakelijke beleidsafweging gepaard gaande risico's binnen het bredere verband van het gevoerde ondernemingsbeleid, mede door inzicht te behouden in de gang van zaken binnen de onderneming (bijvoorbeeld op het gebied van (i) kwaliteit van de verrichte werkzaamheden, (ii) naleving van regelgeving, (iii) financiële verantwoording en (iv) fraudepreventie), hetgeen impliceert dat de vennootschap beheersings- en controlemechanismen kent (waaronder een gedragscode). Deze aspecten,

²¹⁹ In de Code Banken 2009, p. 2 (preamble) gedefinieerd als 'de mate van redelijkerwijs voorzienbaar risico (...) die de bank gezien haar voorgenomen activiteiten bereid is te accepteren bij het nastreven van haar doelstellingen.' In de *Corporate Governance Code 2008* (naschrift, p. 39) wordt 'risicoprofiel' gedefinieerd als 'de houding ten opzichte van de genoemde risico's (*risk appetite*) en, voor zover mogelijk, de gevoeligheid van de vennootschap voor verwezenlijking van de risico's.' Een vennootschap kan, mede afhankelijk van haar ondernemingsactiviteiten (denk ook aan groepsverbanden), meer dan één *risk appetite* hebben.

die alle bestanddeel kunnen zijn van het gehele geïntegreerde proces²²⁰ waarmee een vennootschap doorlopend en systematisch tracht de juiste verhouding tussen risico en rendement binnen het ondernemingsbeleid te bepalen en bewaken ter bevordering van de continuïteit van de onderneming (voor zover mogelijk), worden internationaal wel geschaard onder de term ‘*enterprise risk-management*’ en raken aan de drie genoemde gedragsnormen. In wezen dient het bestuur, waar het gaat om de gang van zaken binnen de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming:

- (a) te bewerkstelligen dat een op de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming toegesneden en dynamisch ‘bepalings- en bewakingsproces’ aanwezig is en consequent wordt gevolgd binnen de organisatie, waarbij het risicobeleid integer wordt toegepast op alle niveaus van de onderneming waarop relevante beslissingen worden genomen en waarbij betrokkenen de verantwoordelijkheid voor een zorgvuldig risicobeleid voelen en nemen;
- (b) zichzelf – en de raad van commissarissen; zie nr. 3.2.2 – tijdig en toereikend te informeren over de bevindingen in dat proces (in termen van kwantiteit en kwaliteit van informatie), wat een goed intern rapportagesysteem vereist en het tegengaan van een opeenhoping van relevante informatie bij bepaalde personen (geen eiland- of silovorming);
- (c) deze informatie telkens aan te wenden bij het maken van zakelijke beleidsafwegingen; en
- (d) tijdig zorg te dragen voor adequate maatregelen binnen de onderneming zodra, op basis van de beschikbare informatie, duidelijk is (de spreekwoordelijke ‘rode vlaggen’) dat zich misstanden – zullen – voordoen (zoals nader onderzoek).²²¹

²²⁰ Daarmee bedoel ik dat informatie niet in bepaalde groepen/commissies achterblijft, maar wordt gedeeld binnen de organisatie.

²²¹ Ik werkte onderdelen hiervan uit in Assink 2007, nr. 35 en 38 met veel rechtspraakverwijzingen; zie voor *qua* inhoud duidelijk irrationele zakelijke beleidsafwegingen – al dan niet vanwege absurd/schokkend grote risico’s – bijvoorbeeld nr. 38.c met negen mogelijke scenario’s. Zie over publicatieverplichtingen, naast de wet (o.a. art. 2:391 BW), ook *best practice* bepalingen II.1.4-6 van de *Corporate Governance Code* 2008. Zie voor de benadering in Delaware Assink 2007, nr. 12.a, waar dit onderwerp sinds 1996 in de schijnwerpers staat in de rechtspraak (zie noot 198). Een interessante gedachte is dat ‘als de boel op orde is’, er meer/beter aandacht kan worden gegeven aan het ondernemen zelf. Zie o.a. HBS 2009, p. 5: ‘Another positive sign is the growing comfort of boards’ audit committees and other directors about meeting the requirements of the Sarbanes-Oxley Act. “I think by 2007 we kind of felt that the pendulum was swinging back”, one director commented. ‘We felt comfortable about the company we were involved in, that there wasn’t any monkey business, there weren’t any backdated options, there were none of the various types of scandals that we tested for in all of these companies. And so I think we felt good about that, and so therefore could →

Omdat mijn mede-leadadviseur in Deel II – primair vanuit het oogpunt van aansprakelijkheid – dieper ingaat op diverse facetten van wat ik noem risicobeheer (waaronder de rolverdeling tussen functionarissen in dat verband) en daarbij ook bedrijfseconomische inzichten betreft, laat ik het hierbij. Wel plaats ik vijf relativerende kanttekeningen. Ik doe dat niet omdat ik de toegevoegde waarde van risicobeheer klein acht, integendeel; het is de vraag of dit onderwerp in de praktijk tot voor kort voldoende aandacht heeft gekregen, wat ook wel blijkt uit de recent sterk toegenomen nadruk op juist dát aspect van verantwoord bestuur (en toezicht, waarover nr. 3.2.2), met als versterkende factor de financiële crisis (er ontstaat langzamerhand bijna een preoccupatie met risico's en risicobeheer(sing)).²²² Ik doe dat, simpelweg omdat beperkingen niet uit het oog verloren dienen te worden.

*Mijn eerste kanttekening is dat risicobeheer een nog betrekkelijk jonge, sterk in beweging zijnde en meerzijdige discipline is, waarin zich internationaal nog geen echte best practice heeft ontwikkeld.*²²³ Dat is ook niet gemakkelijk, omdat deze discipline in hoge mate maatwerk vereist. Wat effectief is verschilt logischerwijs per vennootschap (denk bijvoorbeeld aan de sector waarin de vennootschap actief is, de omvang/complexiteit van de vennootschap en haar producten/diensten), mede gelet op het feit dat de mogelijkheid van risicoverkleining nog niet meebrengt dat een vennootschap daarvoor moet kiezen. Dat hangt ook weer af van haar risicobereidheid, financiële spankracht en activiteiten. Wie bijvoorbeeld langs de *websites* van Nederlandse beursvennootschappen surft waarop het gehanteerde risicobeheer wordt toegelicht, zal dan ook een zekere variatie in benaderingen aantreffen (waarbij naast structurele benaderingen ook wel projectmatige bena-

begin by 2007 to think again about strategy, big picture. Where are we really going, and where are the opportunities?'

²²² Zie o.a. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 26 en Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 11-16. Zie voor het VK Walker 2009, p. 78-89. Zie voor de VS LDN 2009, p. 1-10. Zie ook Bainbridge 2009a, p. 6, 8 die wijst op een '2008 Towers Perrin survey of CFOs' waaruit volgt 'that risk management remained underdeveloped when the financial crisis hit.' 72% van de respondenten 'expressed concern about their own companies' risk management practices and ability to meet strategic plans' en 42% van hen 'foresaw more energized involvement by boards of directors in risk management policies, processes and systems.' Zie voorts De Monchy 2009, p. 79: 'Uit een in 2008 verschenen onderzoeksrapport 'Inzicht in onzekerheid' blijkt dat een groot aantal beursgenoteerde vennootschappen tekortschiet in het beschrijven en kwantificeren van de specifieke risico's van de onderneming.'

²²³ Zie Bainbridge 2009a, p. 20 met verwijzingen: '(...) while there are a number of widely used risk management frameworks, none has emerged as a dominant best practice.' Ik wijs o.a. op het COSO Enterprise Risk Management Framework (www.aicpa.org/), de Guidelines for Multinational Enterprises (www.oecd.org/), de Turnbull Guidance on Internal Control (www.frc.org.uk/corporate/internalcontrol.cfm/), de Sustainability Reporting Guidelines (www.globalreporting.org/) en de International Labour Standards (www.ilo.org/). Zie De Monchy 2009, p. 78.

deringen worden gehanteerd). Dit past ook bij de aanbeveling (oekaze?) in de Nederlandse *corporate governance* code voor het bestuur om ‘in de beschrijving van de opzet en werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen’ kenbaar te maken ‘welk raamwerk of normenkader (bijvoorbeeld het COSO raamwerk voor interne beheersing) hij heeft gehanteerd bij de evaluatie van het interne risicobeheersings- en controlesysteem’, hetgeen impliceert dat er niet één door de praktijk als standaard aangemerkte benadering is.²²⁴ Daarbij teken ik aan dat ook de juridische normering op dit gebied nog niet vergevorderd is. In Nederland is voorslagnog de juridische regelgeving – waaronder wetgeving – summier en rechtspraak betrekkelijk schaars.²²⁵ Wellicht hangt hiermee samen dat het onderwerp risicobeheer niet echt doordrenkt is van typisch juridische elementen; zo kent het een belangrijke bedrijfseconomische component. *De tweede* kanttekening is dat het niet erg realistisch is om te veronderstellen dat ondernemingen alle denkbare risico’s in kaart kunnen brengen, onderling kunnen relateren en nauwkeurig kunnen wegen, laat staan beheersen. De sociaal-economische realiteit is weerbarstig, wordt steeds complexer en laat zich niet gemakkelijk vangen in rekenkundige modellen die gebaseerd zijn op ervaringen uit het verleden, ook al ontwikkelt deze discipline zich verder en wordt daarbij gebruik gemaakt van deskundige derden. Er bestaat zoiets als een onderscheid tussen risico’s (tot op zekere hoogte meetbaar) en onzekerheid (niet meetbaar). Turner verwoordt het mooi waar hij zegt dat *‘[m]ore fundamentally, however, it is important to realize that the assumption that past distribution patterns carry robust inferences for the probability of future patterns is methodologically insecure. It involves applying to the world of social and economic relationships a technique drawn from the world of physics, in which a random sample of a definitively existing universe of possible events is used to determine the probability characteristics which govern future random samples. But is unclear whether this analogy is valid when applied to economic and social relationships, or whether instead, we need to recognise that we are dealing not with mathematically modellable risk, but with inherent “Knightian” uncertainty.’*²²⁶

²²⁴ *Corporate Governance Code 2008* (naschrift, p. 39).

²²⁵ Zie o.a. OK 4 juni 2009, *ARO* 2009, 85 (*International Kessel*), r.o. 3.4 over de informatie die vereist is ‘om een bestuurder het van hem geleverde inzicht in de toestand van de onderneming te verschaffen’, OK 24 november 2008, *JOR* 2009/9 (*Fortis*), r.o. 3.9-3.10, OK 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 (*Koninklijke Ahold*), r.o. 3.18-3.43, Assink 2007, p. 519 en noot 258. Ik wijs ook op principe II.1 van de *Corporate Governance Code 2008* en principes 3.1.2, 3.1.7-3.1.8 en 4.1-5.6 van de Code Banken 2009.

²²⁶ Turner 2009, p. 45 (zonder voetnootverwijzing). Zie ook o.a. HBS 2009, p. 17 waar een Amerikaanse *director* opmerkt dat *‘Enterprise Risk Management [ERM] evaluations are good, but they tend to be somewhat superficial. I think where risk really engages in a* →

Hiermee is zeker niet gezegd dat risicobeheer niet behulpzaam kan zijn bij het ondernemen. Hier wijs ik alvast (zie nader nr. 4.3) op enkele inzichten uit de gedragswetenschappen, waaruit onder meer blijkt dat menselijk gedrag aan bepaalde systematische cognitieve beperkingen onderhevig is. Met name de *behavioral law and economics* discipline besteedt hieraan aandacht: daarin worden nuanceringsen aangebracht op de optimaal rationeel handelende mens – met stabiele voorkeuren en de capaciteit voor verwerking van relevante informatie – als ‘maatman’, die in de klassieke *law and economics* discipline veel centraler staat. Met als kernthema: hoe verschilt de feitelijk handelende *homo sapiens* van de theoretische *homo economicus* en welke implicaties heeft dat voor de voorspellende waarde van het klassieke *law and economics* model? Ik merk wel op dat voor genoemde inzichten niet zonder kritiek gebleven zijn, onder meer omdat ze niet altijd in dezelfde richting lijken te wijzen en omdat vraagtekens geplaatst kunnen worden bij de mate waarin ‘laboratorium’gedrag zich ook in het dagelijks leven voordoet.²²⁷ Hier past terughoudendheid, zeker waar het gaat om het toepassen van deze inzichten ter rechtvaardiging van regulatieve maatregelen (denk aan wetgeving) gericht op bevordering of juist tegengaan van bepaald gedrag. Feit is wel dat, in de woorden van Bainbridge, *‘[i]n any case, where empirical data are hard to come by, experimental data are surely better than nothing. Given the universality of boards of directors in public corporations, the wide variety of board roles and functions, and the difficulty of collecting useful empirical data on boards, the present context seems to be just such an area.’*²²⁸ Het recht, hier specifiek het Nederlandse onderne-

company is down, to some extent, in the weeds, and the ERM kind of flies over the canopy of the trees. I think that too much has been put on the audit committee to assess risk, and I think that's coming out of trying to fix yesterday's problem of controls and Sarbanes-Oxley. I think we're still focused there. So I think risk should be a component of every committee, and not owned by the audit committee. It should be more focused on financial and operating risk in addition to control risk’, Postma/Van Ees/Hermes 2008, p. 192 die wijzen op ‘de toenemende mondialisering, snelle technologische veranderingen, het complexer worden van financiële instrumenten en de deregulering van markten’ waardoor de risico’s waarmee ondernemingen worden geconfronteerd ‘alleen maar toenemen’ en Faure 2009, p. 27: *‘Many studies show so-called “calibration errors”, being mistakes in estimating probabilities. These especially occur when experts have to assess risks in the absence of precise data. Moreover, the errors do not seem to diminish once the experts have become familiar with the problem. The “learn ability” of risk assessment seems therefore to be low’* (zonder voetnootverwijzing). Bepaald lastig is het tijdig signaleren van zogeheten ‘zwarte zwaan’ risico’s: een zeer kleine waarschijnlijkheid van verwezenlijking, maar met zeer grote gevolgen als dat gebeurt. Zie o.a. ABA Task Force 2009, p. 41 en Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 31. Bepaald sceptisch over de mogelijkheid daartoe is Taleb 2007, een lezenswaardig boek van een voormalig *hedge-fund manager* (en kennelijk nog veel meer, zie www.fool-edbyrandomness.com/) waarin ook de oorsprong van de term ‘zwarte zwaan’ uit de doeken wordt gedaan.

²²⁷ Zie o.a. Faure 2009, p. 28-30 voor een dwarsdoorsnede van kritiekpunten.

²²⁸ Bainbridge 2008, p. 85.

mingsrecht, dient deze inzichten niet bij voorbaat rechts (of links) te laten liggen. Ik permitteer mij alvast een enkele opmerking over die inzichten. Een bekend fenomeen is *bounded rationality*. Daarmee wordt in wezen bedoeld dat de menselijke capaciteit tot rationele besluitvorming beperkt is, met als gevolg dat uitkomsten bereikt kunnen worden die niet samenvallen met wat voor dat geval (in theorie) objectief gezien optimaal zou zijn. Dat laatste speelt vooral in complexe en onzekere situaties, waarin het lastig is de alternatieven en de mogelijke gevolgen daarvan te overzien. Mensen vertonen dan de neiging de mogelijke keuzes sterk te simplificeren en te kiezen voor het eerste alternatief dat aansluit bij hun aspiratie, niet noodzakelijkerwijs het optimale alternatief (dit wordt *satisficing* genoemd). Haft wijst er bijvoorbeeld op dat '[t]he average individual can process an average of five to seven information "chunks" at any one time in making a decision. And each individual has systematic methods for processing, storing, and retrieving information. We call these "points of view", or use other euphemistic terms for what is in essence a severe limitation on individual capacity.'²²⁹ Die neiging is overigens in zekere zin weer als rationeel gedrag aan te merken.²³⁰ Naarmate de bestudering van alternatieven en mogelijke gevolgen daarvan grondiger en systematischer geschiedt, zullen de kansen voor beslissers om optimalere beslissingen te nemen denkkelijk wat verbeteren (al is dat van diverse factoren afhankelijk, niet in de laatste plaats de tijdsdruk waaronder de beslissing genomen moet worden). Risicobeheer kan mogelijk ook bijdragen aan het indammen van de zogeheten *availability heuristic*, die verband houdt met het voorgaande. Daarmee wordt in wezen bedoeld dat wanneer mensen het inschatten van de waarschijnlijkheid van een toekomstige gebeurtenis primair baseren op hun eigen herinneringen aan soortgelijke historische gebeurtenissen (en niet op statistische gegevens), de reële mogelijkheid bestaat dat die waarschijnlijkheid – ten opzichte van de objectief statistische kans – schromelijk wordt overschat naarmate de herinnering aan een soortgelijke historische gebeurtenis verser in het geheugen ligt, en *vice versa*.²³¹ Dit kan dus twee kanten op werken: de kans

²²⁹ Haft 1981, p. 54.

²³⁰ Zie o.a. Bainbridge 2008, p. 90: '(...) cognitive power is a scarce resource which the inexorable laws of economics tell us decision makers will (to the best of their ability) seek to allocate efficiently. Consistent with that prediction, there is evidence that actors attempt to minimize effort in the face of complexity and ambiguity. Ironically, this is a rational adaptation to bounded rationality – in response to the limits of their cognitive powers, decision makers seek to reduce both the likelihood of error and the costs of decision making' (zonder voetnootverwijzing). Zie ook Cox/Munsinger 1985, p. 88-89: 'When confronted by a multifaceted, inherently complex choice (...), decisionmakers edit the problem by simplifying the information relied upon to make a choice' (zonder voetnootverwijzing).

²³¹ Was dit een factor in het ontstaan van de financiële crisis? Soortgelijke recente precedentes ontbraken immers, terwijl een wereldwijde *credit crunch* in de daaraan voorafgaande jaren ook niet erg goed voorstelbaar leek in de markt. Ik wijs op het in *De Volkskrant* van 10 september 2009, p. 1 ('Oud-bankpresident VS: crisis was gevolg van menselijke hoogmoed')→

kan te hoog worden ingeschat, maar ook te laag. Naarmate meer objectief verifieerbare informatie voorhanden is, zal deze vertroebeling van het beoordelingsvermogen zich wellicht minder snel voordoen.

Mensen dienen die beschikbare informatie dan wel adequaat te gebruiken. Interessant in dit verband is het begrip *probability neglect*. Daarmee wordt in wezen bedoeld dat mensen de neiging hebben meer aandacht te besteden aan absolute uitkomsten van alternatieven dan aan de kans dat die uitkomst zich ook zal verwezenlijken. Het is daardoor mogelijk dat een lage waarschijnlijkheid sterk wordt overgewaardeerd, door de sterke gevoelens die gepaard gaan met vrees voor een slechte uitkomst of juist hoop op een goede uitkomst. Een mooi voorbeeld vormt de loterij; als er één prijs is van € 10 miljoen (een ‘kanjer *jackpot*’ prijs of iets dergelijks), worden doorgaans meer kaarten verkocht dan wanneer er 100 prijzen van € 100 000 te verdelen zijn. Die ene prijs van € 10 miljoen spreekt kennelijk meer tot de verbeelding, al is de kans op het winnen van een prijs dan lager. Hier zal risicobeheer in bepaalde gevallen minder kunnen bijdragen aan bevordering van een zuiver beoordelingsvermogen. Hetzelfde geldt voor de zogeheten *status-quo bias*. Hiermee wordt in wezen bedoeld dat mensen – bij een verwachte gelijk blijvende uitkomst – handhaving van de bestaande situatie veelal prefereren, waardoor het risico ontstaat dat geen acht wordt geslagen op relevante objectieve informatie (omtrent bijvoorbeeld de risico’s die gepaard gaan met de bestaande situatie) en dat geen bereidheid bestaat om alternatieven te verkennen; de prikkel daartoe ontbreekt dan (in dit verband wordt ook de term *endowment effect* gebruikt). Dit past bij het gegeven dat mensen door de bank genomen relatief ontevredener zijn met een bepaald verlies dan dat zij tevreden zijn met een equivalente winst (dit wordt *loss aversion* genoemd). Andere knelpunten zijn dat mensen optimisme vaak baseren op selectieve informatie/voorbeelden/argumenten die hen goed van pas komen, omdat deze hun standpunt staven (een vorm van ‘kersen plukken’ die de *confirmation bias* wordt genoemd; één van de vele *biases* die worden onderscheiden, het wemelt ervan) en ernaar tenderen te geloven dat goede gebeurtenissen hen bovengemiddeld zullen overkomen (terwijl slechte gebeurtenissen anderen bovengemiddeld zullen overkomen), wat kan resulteren in onrealistisch optimisme en onderschatting van verwezenlijking van de kwade kans. Dit speelt bij leken én specialisten.²³² Er bestaat kennelijk ook zoiets als

gerapporteerde standpunt van A. Greenspan (oud-president van de Amerikaanse centrale bank), dat financiële crises alle verschillend zijn, maar voortkomen uit dezelfde bron: het onstuitbare talent van mensen om in tijden van voorspoed te denken dat die voorspoed nooit voorbij zal gaan. Greenspan voegt daaraan toe dat er dus nieuwe crises zullen komen, tenzij iemand weet hoe de menselijke natuur veranderd kan worden. Iemand?

²³² Faure 2009, p. 22-28 – op wie ik mij hier vooral baseer – noemt als voorbeeld dat ‘*lawyers systematically anticipate their trial prospects as being better than they objectively are*’ (zonder voetnootverwijzing). Dat geldt dan kennelijk voor mij ook. Zie ook Rassin 2008, p. 75-77, Jolls/Sunstein/Thaler 1998, p. 1477-1479 die wat betreft *bounded rationality* onder- →

de *self-serving bias*: de neiging van mensen om succes vooral en eerder toe te schrijven aan interne factoren en falen vooral en eerder toe te schrijven aan andere factoren (denk aan pech, de complexiteit van een taak of handeling en fouten van een ander).²³³

Het lastige van deze *biases* is dat mensen doorgaans moeite hebben deze te onderkennen en de invloed ervan op besluitvorming onderschatten (zie nr. 4.3).²³⁴

Mijn derde kanttekening is dat risicobeheer geen panacee vormt tegen slecht of zelfs zeer slecht uitpakkend ondernemingsbeleid; het biedt geen zekerheden. Externe en onbeïnvloedbare factoren, zoals het wegvallen van vraag naar een product, nieuwe wetgeving of brede negatieve economische ontwikkelingen, kunnen een potentieel veelbelovend en rendabel project onverwacht doorkruisen. Het is inherent aan ondernemen dat risico's zich kunnen verwezenlijken en per saldo tot een slechte uitkomst leiden. Risicobeheer dient niet tot valse zekerheid te leiden (de suggestie van beheersing), laat staan risicomijdend c.q. (juridisch) indekgedrag te bevorderen of een cultuur te ontwikkelen waarin ondernemerschap wordt belemmerd door een te bureaucratische benadering ervan (waarbij ondernemingsprojecten niet van de grond komen totdat alles in den treure is uitgevlooid/doorgerekend/geschematiseerd, waarna de kans verkeken kan zijn); dan wordt het paard achter de wagen gespannen. Vice Chancellor Strine van de Delaware Chancery Court verwoordt het zo dat '[w]hen a discrete transaction is under consideration, a board will always face the question of how much process should be devoted to that transaction given its overall importance in light of the myriad of other decisions the board must make. Seizing specific opportunities is an important business skill, and that involves some measure of risk. Boards may have to choose between acting rapidly to seize a valuable opportunity without the luxury of months, or even weeks, of deliberation (...)

scheiden in 'judgment and decisionmaking', Cox/Munsinger 1985, p. 89-90 en Haft 1981, p. 55-56.

²³³ Zie o.a. Giessen 2008, p. 193 die opmerkt dat deze *bias* 'fel bestreden' is en dat 'de strijd daarover nog niet ten einde [is]'. Hij benoemt ook andere fenomenen, zoals de fundamentele attributiefout. Zie ook Dallas 2002, p. 1402 die wijst op egocentrisme, 'the tendency of individuals to assume that others are more like them than is actually the case' (zonder voetnootverwijzing).

²³⁴ Ik wijs alvast op Page 2009, p. 258-259: 'Cognitive processes, many of which are unconscious, may prevent decision makers from even realizing that their biases are influencing their decisions. Put differently, conscious and unconscious biases will affect decision making and sometimes be determinative. Thus, internal pressure to do the right thing or a desire to maintain a reputation for fair-mindedness in the community will not necessarily result in an unbiased decision. This failure stems not from a director's unwillingness to be neutral but from a lack of ability. In short, people are hardwired to enact their unconscious biases' (zonder voetnootverwijzingen). Zie nader nr. 4.3.

*or losing it altogether. Likewise, a managerial commitment to timely decision making is likely to have systemic benefits but occasionally result in certain decisions being made that, with more time, might have come out differently.*²³⁵ Het nemen van een zekere, gezonde mate van risico is niet slecht of iets dat vermeden moet worden, maar de essentie van ondernemen en als zodanig onvermijdelijk; dát besef dient centraal te blijven staan. *Ten vierde* wijs ik hier ook op het gegeven, zoals dat bij herhaling is vastgesteld (zie o.a. nr. 2.1), dat het beloningssysteem van de vennootschap er niet toe zou moeten leiden dat bestuurders geprikkeld worden om op korte termijn de variabele component van hun beloning op te krikken door de vennootschap bloot te stellen aan onverantwoord risicovol ondernemingsbeleid, met verwaarlozing van het risicoprofiel van de vennootschap en haar financiële spankracht. Het bevorderen van implementatie van een adequaat risicobeheersysteem dient dus niet in isolement te geschieden, maar in combinatie met flankerende maatregelen gericht op stimulering van wenselijk *gedrag* (in plaats van processen); ondernemen blijft immers mensenwerk.²³⁶ Of in de woorden van Eisenberg, *'[i]nstrumental loyalty is good, but authentic loyalty is better.'*²³⁷ Het belang van deze benadering wordt terecht onderstreept in de Nederlandse *corporate governance* code.²³⁸ *Mijn vijfde* kanttekening is dat het bepaald lastig kan zijn voor een rechter om achteraf, als het ondernemingsbeleid slecht is uitgekapt, juridisch te beoordelen of het ondernemende bestuur zich wel verantwoord gedragen heeft. Een factor daarbij is de niet te onderschatten mogelijkheid dat bekendheid met die slechte uitkomst het beoordelingsvermogen van de rechter vertroebelt (de zogeheten *hind-*

²³⁵ *In re Lear Corporation Shareholder Litigation*, Cons. C.A. No. 2728-VCS (Del. Ch. 2008). Zie ook *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 9: '(...) ondernemen is en blijft risico lopen. Van bestuurders kan niet worden verwacht dat zij uitsluitend handelen in die situaties waarin de te nemen stap al op alle mogelijke manieren is onderzocht, doorgerekend, van accountantsverklaringen voorzien en in schema's gevat. Er moet ruimte blijven voor creativiteit, vernuft en durf. De samenleving is niet gediend met regelgeving die ondernemers stimuleert om telkens de voorkeur te geven aan risicomijdende beslissingen met weinig economisch voordeel' en Assink 2007, nr. 3 en p. 277-278. Dit aspect klinkt – uiteindelijk – ook door in rechtspraak van de Hoge Raad: vgl. HR 20 juni 2008, *JOR* 2008/260 (*Willemsen Beheer/NOM Investerings- en Ontwikkelingsmaatschappij*), r.o. 5.3 (over in onwenselijke mate door defensieve overwegingen bepaald bestuurlijk gedrag) met HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360 (*Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo*), r.o. 3.3.1 (geen enkele overweging in die richting). Zie Assink 2007, nr. 42.a-b.

²³⁶ Illustratief is het *interview* met 'supercommissaris' C.J.A. van Lede in *Elan* 2003, p. 24: 'Je kunt regels ontwerpen tot Sint Juttemis, maar het gaat om de kwaliteit van de mensen die het moeten doen.' Zie voor de beloningproblematiek nader nr. 3.2.2.

²³⁷ Eisenberg 1999, p. 1274.

²³⁸ Zie ook principes 6.1-6.4.6 van de Code Banken 2009 en de Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 22-25. Zie voor het VK Walker 2009, p. 90-105.

sight bias, wéér een andere), waardoor wijsheid achteraf dreigt.²³⁹ En dát is niet een redelijke benadering voor ondernemende bestuurders.

3.2.2 COMMISSARISSEN

In nr. 3.1.2 stipte ik aan dat de taakopdracht voor de raad van commissarissen, in verhouding tot die van het bestuur, op zich (de praktijk is natuurlijk weerbarstiger) een betrekkelijk overzichtelijke is: primair toezicht houden op en met raad terzijde staan van het bestuur, met daarnaast enkele bijzondere taken.

Onder *dat eerste* – specifiek het toezicht op het beleid van het bestuur – versta ik in de kern, dat de raad van commissarissen (i) erop dient toe te zien dat het bestuur zich in het kader van diens bestuurstaak verantwoord gedraagt en (ii) waar redelijkerwijs mogelijk tijdig en adequaat dient in te grijpen zodra dat niet het geval is. Het gaat dan niet alleen over het gevoerde en voorgenomen vennootschappelijk en ondernemingsbeleid, waaronder de in art. 2:141/251 lid 2 BW genoemde onderwerpen, maar ook over het functioneren van het bestuur als zodanig (in termen van kwaliteit en continuïteit). Daarnaast dient de raad van commissarissen ook aandacht te hebben voor de wijze waarop andere institutioneel betrokkenen zich verhouden tot het bestuur; dit ziet meer op de algemene gang van zaken. In het algemeen zal de raad van commissarissen daartoe op beleidsmatige *hoofddijnen* initiatieven dienen te nemen. Daarop duidt ook de formulering van art. 2:140/250 lid 2 BW,²⁴⁰ maar er zijn uitzonderingen waarbij van commissarissen wordt verwacht dat zij in specifieke gevallen aanzienlijk ‘dichter’ op het bestuur gaan zitten; zie hierna. Onder *dat tweede* versta ik in de kern dat de raad van commissarissen het bestuur waar nodig, althans door het bestuur gewenst, voorziet van advies met een toegevoegde waarde. Dat ‘klankborden’ kan worden gezien als een vorm van anticiperend toezicht.²⁴¹ Om die

²³⁹ Zie Assink 2007, nr. 3.c en voor Delaware voorts o.a. *In Re Citigroup, Inc. Shareholder Derivative Litigation*, C.A. No. 3338-CC (Del. Ch. 2009) en *In re Affiliated Computer Services, Inc. Shareholders Litigation*, C.A. No. 2821-VCL (Del. Ch. 2009) over ‘Monday morning quarterbacking’ (zoiets als op maandagmorgen stellig verkondigen hoe de zondagmiddag ervoor Ajax had moeten spelen om de forse nederlaag tegen Feyenoord te vermijden). Ik wijs ook op Faure 2009, p. 27-28: ‘A particular type of judgment error in probabilistic assessment (also of experts) is the so-called “hindsight bias”. This is the simple tendency of individuals to overestimate the ex ante prediction of an event on the basis of the knowledge that the event actually occurred. The hindsight bias plays a role with physicians but also with judges and more particularly in tort cases. Experiments showed that the knowledge that an accident actually occurred has a dramatic influence on the appraisal of whether (...) the accident could have been prevented by taking additional precautionary measures.’

²⁴⁰ Zie ook Hof 's-Gravenhage 6 april 1999, JOR 1999/142 (*Verto/Drenth*), r.o. 18.

²⁴¹ Illustratief is HR 28 juni 1996, NJ 1997, 58 (*Pasma q.q./Brijder*), r.o. 3.5.

reden kan mijns inziens in algemene zin worden verwezen naar het brede vereiste van verantwoord *toezicht*; commissarissen dienen op loyale en zorgvuldige wijze aan die taakopdracht invulling te geven. Dit vereiste geldt in tijden van voorspoed, maar ook – juist ook – als de stormbal moet worden gehesen en de nood aan de man komt. Uit de woorden ‘terzijde staan’ (wat doet denken aan schouder aan schouder) volgt ook wel dat de taak van commissarissen niet een vrijblijvende is.²⁴² Naast de ook voor commissarissen geldende plichten, zoals de plicht tot informatieverschaffing aan de algemene vergadering als vervat in art. 2:107/217 lid 2 BW (zie nr. 2.1), vallen de voor hen in de regel geldende gedragsnormen binnen die kaders van toezicht op en raadgeving aan het bestuur. Voor zover zij daarbij beslissingen c.q. besluiten nemen – zoals op de voet van art. 2:164/274 BW – geldt eveneens dat dit op geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te geschieden, telkens in het belang van de vennootschap (zie nr. 3.1.1-3.1.2 en 3.2.1). Het gaat het bestek van dit preadvies te buiten om hier de primaire gedragsnormen in kaart te brengen die gelden voor commissarissen in het kader van hun taakvervulling; ik bewaar dat voor een nadere gelegenheid.²⁴³ Wel merk ik op dat de nadruk in de bestaande regelgeving vooral ligt op het toezicht aspect en minder op de adviescomponent. Dat is ook niet zo gek, omdat voor dat aspect gemakkelijker gedragslijnen vallen uit te stippelen, terwijl aan geïntensiveerd toezicht de afgelopen jaren juist behoefte bestond (zie nr. 2.1). Ik beperk mij hier tot het signaleren van twee structurele en twee niet-structurele aandachtspunten, tegen de achtergrond van de zwakke stee in dit toezichtmodel waarmee ik begin.

Zonder een toereikende informatiebasis kan de raad van commissarissen niet op verantwoorde wijze invulling geven aan zijn kerntaken. Hier speelt het notoire en niet goed oplosbare probleem dat hij dient te werken vanuit een achterstandspositie ten opzichte van het bestuur, het orgaan waarop het

²⁴² Dat vaandelvlucht doorgaans niet op veel clementie hoeft te rekenen blijkt wel uit OK 28 december 2006, *ARO* 2007, 7 (*KPNQwest*), r.o. 3.47. Zie in dezelfde richting Kemperink 2007, p. 124. Aanvaardbaarheid van een *collectief* aftreden van de commissarissen is niet ondenkbaar (niet ieder collectief aftreden kwalificeert als vaandelvlucht), maar het zal gaan om uitzonderingsgevallen en afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval; vgl. HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 612 (*Versatel Telecom International*) voor een aan tegenstrijdig belang en bescherming van minderheidsaandeelhouders rakende situatie. Te denken valt bijvoorbeeld aan faillissement van de vennootschap, waarna er voor de commissarissen welbeschouwd geen taak meer te vervullen is (in de zin van Boek 2 BW). Hier past een genuanceerde benadering. Zie over (gedwongen) aftreden van *individuele* commissarissen *best practice* bepaling III.1.4 van de *Corporate Governance Code* 2008.

²⁴³ Zie Assink 2009c, p. 562 en Assink 2007, nr. 35.a en 35.c (een deel van die voor bestuurders geldende gedragsnormen is ook van toepassing op commissarissen). Ik wijs verder, naast principes III.1-7 en V.1 van de *Corporate Governance Code* 2008, op de weliswaar minder actuele, maar nog steeds lezenswaardige analyses in Glasz 1995, p. 155-162 en Glasz 1992, p. 45-157, alsmede op Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 486-490.

toezicht en de raadgeving zich richten. Een belangrijke oorzaak hiervan is dat de raad van commissarissen in de regel afhankelijk is van het bestuur voor de informatievoorziening, zoals ook blijkt uit art. 2:141/251 lid 1 BW. Als gevolg van die afhankelijkheid bestaat het risico dat commissarissen te laat te weten komen wat er speelt binnen het bestuur en het door hem gevoerde (onderneming)beleid, of daarvan zelfs helemaal geen goed beeld krijgen. Dat wordt versterkt doordat (i) commissarissen normaliter periodiek bijeenkomen (zeg eens in de zoveel weken, zo niet maanden) zodat er een betrekkelijk grote interval bestaat tussen de momenten waarop de raad van commissarissen als orgaan daadwerkelijk toezicht kan uitoefenen, (ii) commissarissen minder goed op elkaar ingespeeld zullen zijn dan de bestuurders en (iii) bij commissarissen veelal wat minder bedrijfs- en sectorspecifieke kennis en ervaring aanwezig zal zijn dan bij bestuurders. Gelet hierop zou ik tot uitgangspunt willen nemen dat de raad van commissarissen mag afgaan op de juistheid en volledigheid van de informatie als – (on)gevraagd – verschaft door het bestuur²⁴⁴ (dit raakt ook aan het afleggen van verantwoording door het bestuur; zie nr. 1.2 en 3.3.1), met dien verstande:

- (a) dat hij zich ervan vergewist dat het bestuur telkens tijdig de noodzakelijke informatie verschaft (de goede én de zwakke punten);
- (b) dat hij te allen tijde de verschaft informatie – ook als het gaat om betrekkelijk complexe bedrijfsinformatie – moet kunnen duiden, wat ook impliceert dat commissarissen een beeld hebben van de onderneming, het gevoerde ondernemingsbeleid en externe factoren zoals marktontwikkelingen; en
- (c) dat hij zich tijdig dient te voorzien van de nodige aanvullende informatie (eventueel via derden), zodra blijkt dat de door het bestuur verschaft informatie gebrekkig is of de commissarissen die informatie niet snappen, wat zich ook kan voordoen als het bestuur de commissarissen overlaadt met informatie.²⁴⁵

²⁴⁴ Zie o.a. OK 16 oktober 2003, *JOR* 2003/260 (*Laurus*), r.o. 3.6, Rb. Breda 1 mei 1990, *NJ* 1990, 740 (*Gerritse q.q./D.*) en HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (*Ogem Holding*), r.o. 10.2, 11.

²⁴⁵ Zie o.a. de Code Banken 2009, *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 8, *best practice* bepaling III.1.9 van de *Corporate Governance* Code 2008 en OK 9 juli 1998, *NJ* 1998, 882 (*Vie d'Or*). Doet dit laatste zich voor, dan dienen bestuurders dat niet als een motie van wantrouwen op te vatten, maar de commissarissen in staat te stellen hun taak op verantwoorde wijze te vervullen (zoals van hen verwacht wordt). Dit vereist een zekere welwillendheid van bestuurders, een open en constructieve grondhouding. Het ligt in de rede dat de raad van commissarissen afspraken maakt met het bestuur over de aard, mate en frequentie van de informatieverschaffing. Het is niet zo dat de raad van commissarissen steeds zelfstandig extern advies dient in te winnen. Zie o.a. OK 28 december 2006, *ARO* 2007, 7 (*KPNQwest*), r.o. 3.42. Zie voor waardevolle inzichten in praktijkopvattingen in de VS HBS 2009, p. 7-10.

Interessant in dit verband is dat, hoewel de eisen van *onafhankelijkheid* bij commissarissen tot de verbeelding spreken, daarmee vaak gepaard zal gaan dat een commissaris een echte buitenstaander is, wat weer betekent dat bij deze commissaris niet overdreven veel van de zojuist bedoelde kennis en ervaring aanwezig zal zijn, wat weer betekent dat de raad van commissarissen *afhankelijker* wordt van het bestuur waar het gaat om informatieverschaffing. Ik moet hier denken aan de opmerking van Easterbrook dat *'[i]ndependent directors tend to be ignorant directors. Independence means that they don't know what's going on, except what managers tell them.'*²⁴⁶

Dit is wat gechargeerd, maar daarom nog niet meteen onzin. Opvallend is dat (ook) de in 2008 herziene Nederlandse *corporate governance* code nogal rigide omgaat met de invulling van de vereiste *onafhankelijkheid*, in het bredere kader van principe III.1 dat de raad van commissarissen zodanig is samengesteld dat de leden ten opzichte van elkaar, het bestuur en welk deelbelang dan ook *onafhankelijk* en *kritisch* kunnen opereren.²⁴⁷ Hier wordt nog steeds gekozen voor een statische zwart/wit benadering in plaats van een flexibele 'alle omstandigheden van het geval' benadering, zowel waar het gaat om de vaststelling van *afhankelijkheid* als de *maximering* per beursvennootschap van het aantal *afhankelijke* commissarissen. Dit is wellicht wat gemakkelijker hanteerbaar in de praktijk, maar maakt het minder eenvoudig om het specifieke kennis- en ervaringsniveau in de raad van commissarissen op te krikken²⁴⁸ (wat wel nodig is om voldoende weerwerk aan

²⁴⁶ Easterbrook 2009, p. 693. Zie ook HBS 2009, p. 4: *'Some directors who remained uneasy about the insufficiency of relevant experience on boards questioned the regulatory emphasis on independence. "I don't think independence is anywhere near as important as people thought it was", one such director commented. "I think it was a red herring"'* en Bainbridge 2000b, p. 18: *'As the old joke puts it, management should treat directors like mushrooms: "You grow [them] in the dark and you feed [them] horse manure"'*. Easterbrook 2009, p. 697 wijst er verder op dat *'[o]ne of life's ironies is that Enron was a model corporation by the standards of William Cary and the Sarbanes-Oxley Act. It had a majority-independent board. It had independent audit and compensation committees. (...) the upshot of the Sarbanes-Oxley Act is that, today, every firm must be governed just like Enron! One thing that went wrong at Enron is that the firm and its operations were so complex that people who spent less than full time there could not understand what was going on – and even some insiders pleaded ignorance. (...) If they [twee zwaargewicht independent directors van Enron, BFA] could not grasp what Enron was doing with derivatives and special-purpose vehicles, then what hope is there for a model of monitoring by independent, and thus ignorant, outsiders?'*

Zie voor actuele cijfers op dit gebied in de VS ABA Task Force 2009, p. 11-13.

²⁴⁷ Zie bijvoorbeeld de kern van *best practice* bepaling III.2.2 van de *Corporate Governance* Code 2008. Uit De Bos/Lückcrath-Rovers 2008, p. 22-23 volgt dat dit onderwerp sterk leeft onder commissarissen.

²⁴⁸ Principe III.3 van de *Corporate Governance* Code 2008 schrijft intussen wel voor dat elke commissaris beschikt over de specifieke deskundigheid die noodzakelijk is voor de vervulling van zijn taak (binnen zijn rol in het kader van de profielschets van de raad) en dat de raad van commissarissen zodanig dient te zijn samengesteld dat hij zijn taak naar behoren kan vervullen. Het is maar de vraag in hoeverre het in *best practice* bepaling III.3.3 voor→

het bestuur te kunnen blijven bieden) en wringt ook met de gedachte dat onafhankelijkheid ziet op de mate waarin het subjectieve beoordelingsvermogen van individuen om welke reden dan ook – mogelijk – wordt vertroebeld door externe factoren, wat zich niet laat vangen in formele regeltjes of een papieren werkelijkheid. De *Supreme Court* van Delaware formuleerde het bijvoorbeeld aldus dat *‘[i]ndependence means that a director’s decision is based on the corporate merits of the subject before the board rather than extraneous considerations or influences. While directors may confer, debate, and resolve their differences through compromise, or by reasonable reliance upon the expertise of their colleagues and other qualified persons, the end result, nonetheless, must be that each director has brought his or her own informed business judgment to bear with specificity upon the corporate merits of the issue without regard for or succumbing to influences which convert an otherwise valid business decision into a faithless act.’*²⁴⁹ Ik ben geporteerd voor die andere ‘inhoud boven vorm’ benadering,²⁵⁰ met dien verstande (i) dat de echte menselijke beweegredenen veelal lastig door buitenstaanders – zoals rechters – vast te stellen zijn, (ii) dat onafhankelijkheid onbewust kan eroderen (zie nr. 4.3) en (iii) dat met toegenomen onafhankelijkheid succesvol(ler) ondernemingsbeleid niet een gegeven is.²⁵¹

Hoe dan ook, verantwoord toezicht vereist dus niet alleen het houden van toezicht (en het geven van raad), maar ook – zo niet: allereerst – het scheppen van de randvoorwaarden voor *effectief* toezicht, voor zover redelijkerwijs mogelijk. Daar ligt een belangrijke initiërende rol voor de voorzitter van de raad van commissarissen, waarbij overigens aandacht verdient dat commissarissen die deel uitmaken van commissies – denk aan de selectie-/benoemingscommissie, de renumeratiecommissie en de auditeringscommissie – hun collega-commissarissen tijdig dienen te informeren over materiële aspecten van hun werkzaamheden in dat verband. Dat laatste is inhe-

geschreven ‘introductieprogramma’ dit kan opvangen. Ik wijs ook op principe 2.1.8 van de Code Banken 2009. Zie overigens voor een aardige profielschets van het prototype commissaris Van den Hoek 2006, p. 345-346.

²⁴⁹ *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984). In Delaware geldt de tweede benadering. Onafhankelijkheid van *directors* speelt daar alleen – afgezien van enkele bijzondere situaties; zie Assink 2007, nr. 9.h en 19.d – als een of meer *directors* een rechtens relevant tegenstrijdig belang hebben en de vraag acuut wordt of de *board of directors* als zodanig dan nog wel als neutrale besliser kan/heeft kunnen optreden. Zie Assink 2007, nr. 11.b-c, 19.a. Zie ook De Monchy 2009, p. 112. Zie voor het VK *section 173* van de *Companies Act* 2006 en principe A.3 van de *Combined Code* 2008.

²⁵⁰ Zie ook Page 2009, p. 287: *‘(...) people may be improperly moved by more than just money and close family ties and may be unable to control or counteract those influences’*, *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 7 (over ‘onafhankelijkheid van geest’), Raaijmakers 2008, p. 414-415 en Kroeze 2005a, p. 272-278 (met wiens gemotiveerde oproep tot aanpassing van de code tot dusver niets waarneembaars is gedaan).

²⁵¹ Zie o.a. Page 2009, p. 241-248, Bainbridge 2008, p. 175-198, Raaijmakers 2008, p. 414, Strine 2002, p. 1374-1385 en Dallas 1997, p. 111-114.

rent aan de voorbereidende rol van deze commissie (uiteindelijk beslist het orgaan als zodanig) en houdt ook verband met de plicht van die functionarissen om verantwoording af te leggen tegenover het orgaan waarvan zij deel uitmaken (zie nr. 1.2).²⁵² Het ligt in de rede dat de commissarissen die geen deel uitmaken van een dergelijke commissie zich tot op zekere hoogte mogen laten leiden door de bevindingen van die commissie.²⁵³ Dit uitgangspunt valt breder te trekken. Denk bijvoorbeeld (i) aan bestuurders (in plaats van commissarissen) en (ii) aan het te goeder trouw afgaan op informatie van een met zorg ingeschakelde deskundige derde.

Boek 2 BW kent daaromtrent geen specifieke regeling, Delaware bijvoorbeeld wel: *'A member of the board of directors, or a member of any committee designated by the board of directors, shall, in the performance of such member's duties, be fully protected in relying in good faith upon the records of the corporation and upon such information, opinions, reports or statements presented to the corporation by any of the corporation's officers or employees, or committees of the board of directors, or by any other person as to matters the member reasonably believes are within such other person's professional or expert competence and who has been selected with reasonable care by or on behalf of the corporation.'*²⁵⁴

Tot de rol van de voorzitter reken ik mede dat deze alle commissarissen in staat stelt om daadwerkelijk en volwaardig deel te nemen aan de kerntaken van toezicht en raadgeving. Het zou niet zo moeten zijn dat, als gevolg van 'een-tweetjes' tussen (de voorzitter van) het bestuur en de voorzitter van de raad van commissarissen, zaken worden voorgekauwd, de rol van de overige commissarissen wordt gemarginaliseerd en van een echte constructieve samenwerking tussen enerzijds commissarissen onderling en anderzijds bestuur en raad van commissarissen niet zoveel overblijft.²⁵⁵ Hierbij past dat commissarissen met regelmaat, bijvoorbeeld voor of na bijeenkomsten met het bestuur, samenkomen voor overleg en discussie *buiten* aanwezigheid van bestuurders. Een dergelijke gedragslijn lijkt thans nog meer de uitzondering op de regel te zijn.

²⁵² Zie ook de Code Banken 2009 en principe III.5 van de *Corporate Governance Code* 2008.

²⁵³ Zie ook *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 9.

²⁵⁴ *Section* 141(e) DGCL 2009. Zie in soortgelijke zin ook *section* 8.30(f) MBCA 2008.

²⁵⁵ Wie Smit 2008, p. 300, 373, 396 leest zal zich niet snel aan de indruk kunnen onttrekken dat dergelijke 'een-tweetjes' zich in de praktijk wel degelijk voordoen. Hetzelfde geldt voor de *interviews* met 'supercommissaris' H. de Ruiter in *Elan* 2001, p. 16: 'Ik ben er in de pers zelfs van beschuldigd dat ik te veel buiten de commissarissenvergaderingen om regel' en H.E. Jansen in *Elan* 2001, p. 44. Zie over de voorzitter – wiens positie steeds meer reliëf krijgt – o.a. principes 2.1.5-8 van de Code Banken 2009, Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 500, De Monchy 2009, p. 118-120, principe III.4 van de *Corporate Governance* 2008 en Van Lede 2005, p. 257-259.

Ik wil hier wijzen op enkele ontwikkelingen die zich in dit verband in de praktijk voordoen en maak daartoe onderscheid in structurele en niet-structurele aangelegenheden. Twee onderwerpen die *structureel* verdiepte aandacht van de raad van commissarissen behoeven, en ook met elkaar samenhangen, zijn risicobeheer en de vaststelling van bestuurdersbeloningen (zie nr. 2.1 en 3.2.1).²⁵⁶ Het *eerste* aspect is een van de onderwerpen die primair vallen onder de bestuurstaak en waarop de raad van commissarissen – met als vooruitgeschoven post: de auditeringscommissie²⁵⁷ of zelfs een specifiek daarop toegesneden commissie (indien aanwezig) – toezicht dient te houden.²⁵⁸ De uitdaging voor de commissarissen is hier mijns inziens vierledig.

- (a) Juiste grondhouding en deskundigheid: het tijdig en oprecht inzicht kunnen en willen hebben in de essentialia, de robuustheid/geschiktheid en de werking van het risicobeheerproces, gelet op de strategie en kenmerken van de onderneming (dus inclusief het verband tussen het uitgezette beleid en de feitelijke gang van zaken). Dat klemmt nog meer bij commissarissen die buitenstaanders zijn. Hiervoor dient de nodige tijd te worden ingeruimd.
- (b) Gezonde assertiviteit: als het de commissarissen niet 100% duidelijk is, dienen zij dat kenbaar te maken en ervoor te zorgen dat het alsnog fundamenteel inzichtelijk wordt gemaakt. Kan dat niet, dan is er een probleem; de bestuurders begrijpen het zelf waarschijnlijk ook niet. Dit vereist een waakzame opstelling en hangt samen met (c).

²⁵⁶ Zie o.a. Adviescommissie Toekomst Banken 2009. Zie voor het VK Walker 2009. Zie voor de VS LDN 2009, p. 9: *'The International Corporate Governance Network, a group of institutional investors with \$ 9.5 trillion in assets under management, stated, "It is now widely agreed that corporate governance failings were not the only cause of the crisis but they were highly significant, above all because boards failed to understand and manage risk and tolerated perverse incentives"'*.

²⁵⁷ Zie o.a. *best practice* bepaling III.5.4 van de *Corporate Governance Code* 2008 (waarover De Monchy 2009, p. 124 e.v.), Langman 2005, p. 259-263, Dortmund 2005, p. 263-266 en principes 2.2.1-2.2.2 en 4.1-5.6 van de Code Banken 2009.

²⁵⁸ Zie o.a. *best practice* bepaling III.1.6 van de *Corporate Governance Code* 2008 over toezicht op: (a) de realisatie van de doelstellingen van de vennootschap; (b) de strategie en de risico's verbonden aan de ondernemingsactiviteiten; (c) de opzet en de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen; (d) het financiële verslaggevingsproces; (e) de naleving van wet- en regelgeving; (f) de verhouding met aandeelhouders; en (g) de voor de onderneming relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen en principe 2.1.4 van de Code Banken 2009: 'Ieder lid van de raad van commissarissen is in staat om de hoofdlijnen van het totale beleid van de bank te beoordelen en zich een afgewogen en zelfstandig oordeel te vormen over de basisrisico's die daarbij worden gelopen.' Onderwerp (c) stond centraal in Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10 (*Ceteco*), waarin wordt verwezen (r.o. 5.153) naar 'beleidsregels, afspraken en uitgangspunten [die] ten doel hebben de processen en beslissingen binnen de organisatie inzichtelijk te houden, alsmede de risico's, die onvermijdelijk samenhangen met het ondernemerschap, zichtbaar te maken en binnen beheersbare grenzen te houden.'

- (c) Proactiviteit: als er binnen hun gelederen reële zorg ontstaat, dienen de commissarissen daarnaar te handelen in plaats van desondanks stil te zitten of ‘af te tekenen’, in de eerste plaats door concrete punten van aandacht constructief onder de aandacht van het bestuur te brengen (eventueel met begeleidende beschouwingen) en erop toe te zien dat het bestuur dit adequaat oppakt. Dat geldt uiteraard ook wanneer de situatie voor hen direct glashelder is.
- (d) Stimulerend: de commissarissen dienen te bevorderen dat risicobeheer – en het toezicht daarop binnen de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming – van nature hoog in het vaandel staat bij bestuurders (hen scherp te houden/uit te dagen), dat risicobeheer ook in de lagere echelons in de vezels zit van de bedrijfscultuur (voorkoming van normvervaging/onderstrepen van meerwaarde ervan), dat er op open en constructieve wijze over gedebatteerd kan worden (geen tunnelvisie) en dat betrokkenen de verantwoordelijkheid voelen en nemen voor verantwoord gedrag in dit verband (geen ‘duikgedrag’). Hierbij past dat commissarissen dit actief uitdragen (ook zij hebben een voorbeeldfunctie) en oog hebben voor de beleving terzake binnen het bestuur. Aspecten hiervan gelden welbeschouwd ook voor het bestuur.

Daar valt nog wel wat terrein te winnen.²⁵⁹ Het *tweede* behoort bij grote vennootschappen vaak tot de bijzondere taken van de raad van commissarissen, eventueel binnen de grenzen van het door de algemene vergadering vastgestelde beloningsbeleid; art. 2:135/245 BW biedt die ruimte en de Nederlandse *corporate governance* code schrijft in principe II.2 zelfs voor dat de raad van commissarissen verantwoordelijk is voor een evenwichtige

²⁵⁹ In het verlengde van noot 258: uit De Bos/Lückerath-Rovers 2008, p. 33-34 volgt dat commissarissen in 2007-2008 – net als in 2006-2007, zie De Bos/Lückerath-Rovers/Quadackers 2007, p. 18-19 – veruit de meeste tijd besteedden aan (b) en de minste aan (e), met daartussen in (a), (d) en (c). Het toezicht op ‘de opzet en de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen’ stond dus op de vierde plek. Van de geënquêteerde commissarissen maakte slechts 24,9% kenbaar de eigen kennis en ervaring op dat punt ‘goed’ te achten. Het onderzoek wijst ook uit dat bij (c) zowel de eigen kennis en ervaring als die van de gehele raad van commissarissen worden ingeschaald op plaats vier. Uit De Bos/Lückerath-Rovers/Quadackers 2007, p. 18-19 blijkt ook dat slechts 51% van de ondervraagde commissarissen het tot zijn/haar taak rekent actief in te grijpen als problemen optreden in ‘de werking van de interne risicobeheersingsystemen.’ Dit zijn niet heel bemoedigende cijfers. Zie ook de verwijzingen in Raaijmakers 2008, p. 408-409 en Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 12-18. Opmerkelijk genoeg bevatten de *Corporate Governance* Code 2008 en de Code Banken 2009 geen duidelijke bepalingen in die richting en wordt in het – via www.commissiecorporategovernance.nl/ gepubliceerde – evaluatierapport van de *Monitoring Commissie Corporate Governance* van juni 2008, p. 6 gesteld dat ‘[d]e interne risicobeheersing aan belang [heeft] gewonnen.’ Zie voor waardevolle inzichten in praktijkopvattingen in de VS HBS 2009, p. 5 e.v.

beloningstructuur, daarbij onder – veel – meer eisend dat de bezoldigingsstructuur met inbegrip van ontslagvergoeding (i) eenvoudig en inzichtelijk is, (ii) de belangen van de vennootschap op middellange en lange termijn bevordert, (iii) niet aanzet tot gedrag van bestuurders in hun eigen belang noch tot het nemen van risico's die niet passen binnen de vastgestelde strategie en (iv) falende bestuurders niet 'beloont' bij ontslag. Dit is makkelijker gezegd dan gedaan, maar ook hier ligt het voor de hand dat de verantwoordelijkheid van commissarissen sterker wordt benadrukt. De uitdaging voor de commissarissen – met als vooruitgeschoven post: de renumeratiecommissie (indien aanwezig)²⁶⁰ – ligt hier met name:

- (a) in het op autonome wijze (en dus met rechte rug),²⁶¹ en met een kritisch oog voor de mogelijke financiële uitwerking ervan,²⁶² optuigen van een beloningstructuur;
- (b) die passend en uitgebalanceerd is, vooral waar het gaat om de opbouw van en de verhouding tussen de vaste en een eventuele variabele – of scherper: prestatiebeloning – component (dit trekt een zekere *bovengrens*);²⁶³ en
- (c) die – naar verwachting – attractief genoeg is om geschikte functionarissen aan te trekken, althans te behouden (dit trekt een zekere *ondergrens*).

Het gaat dan in de eerste plaats om de structuur van de beloning en niet de uiteindelijke – achteraf bekende – hoogte daarvan, al houdt dat laatste uiteraard wel verband met het eerste. Uitwerking hiervan gaat dit bestek te bui-

²⁶⁰ Zie o.a. *best practice* bepaling III.5.10 van de *Corporate Governance Code* 2008, waarover De Monchy 2009, p. 128-130.

²⁶¹ Zie bijvoorbeeld het *interview* met 'supercommissaris' C.J.A. van Lede in *Elan* 2003, p. 24-25: 'Ik vind dat commissarissen de guts moeten hebben om exorbitante financiële eisen te weigeren. Dat is aan de orde want de – terechte – grotere transparantie van topinkomens heeft geen matiging tot gevolg, maar juist een neiging tot haasje over springen: de buurman heeft meer, dus ik wil ook meer. (...) Maar honorering moet geen loterij zonder nieten worden. Bestuurders moeten een risico lopen en een *reward* krijgen als het goed gaat en een *penalty* als het fout gaat.' Zie over dat effect ook Raaijmakers 2008, p. 402-406.

²⁶² Daarop wijzen ook de *best practice* bepalingen bij principe II.2 van de *Corporate Governance Code* 2008, waarover De Monchy 2009, p. 85-101. Het was juist het categorisch ontbreken van die duidelijkheid bij het bestuur van The Walt Disney Company omtrent de salariering van niet-bestuurder M.S. Ovitz, gepaard met een uiteindelijke 'gouden handdruk' van grofweg USD 140 miljoen voor ongeveer een jaar niet naar tevredenheid verrichte arbeid, dat ten grondslag lag aan *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006). Een publiciteitrijke zaak die ook in Nederland de nodige aandacht heeft gekregen.

²⁶³ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2002/03, 28 179, nr. 31, p. 6-7 voor kritiek op de wijze waarop commissarissen in het verleden bestuurdersbeloningen vaststelden. Zie voor de bancaire sector thans (ook) principes 6.1-6.4.6 van de *Code Banken* 2009.

ten. Zo kunnen componenten, naast vast en variabel, voorwaardelijk en/of onvoorwaardelijk zijn en/of al dan niet effectengerelateerd zijn, waarbij iedere vennootschap weer maatwerk vereist.²⁶⁴ Ik wijs er verder op dat anders dan Boek 2 BW, dat slechts handvatten bevat voor de te betrachten transparantie omtrent bestuurdersbeloningen (art. 2:383, 2:383c-e en 2:391 BW), de Nederlandse *corporate governance* code ook enig inhoudelijk houvast biedt; zie principe II.2 en de bijbehorende *best practice* bepalingen, die ook toestaan dat commissarissen de waarde van een eerder toegekende voorwaardelijke variabele component neer- of opwaarts aanpassen (II.2.10), althans uitgekeerde variabele beloningen ‘terugklauwen’ (II.2.11), indien daartoe aanleiding bestaat. Deze discrepantie is niet zonder problemen, omdat de werking en mate van afdwingbaarheid van deze codebepalingen aan helderheid te wensen overlaten;²⁶⁵ codificatie van ten minste enkele algemeen geredigeerde, ‘inkaderende’ bepalingen die raken aan de inhoudelijke aspecten van bestuurdersbeloningen is mijns inziens het verkennen waard. Hoe dat ook zij, deze uitwerking in de code impliceert in ieder geval dat commissarissen van vennootschappen die daaraan gebonden zijn zich, *nadat* uitkeringen hebben plaatsgevonden, tijdig dienen te informeren of aanleiding bestaat van deze mogelijkheden gebruik te maken en daar vervolgens – binnen de wettelijke mogelijkheden – in redelijkheid naar dienen te handelen.²⁶⁶

Het zal mijns inziens geen uitzondering zijn dat de raad van commissarissen bij beide onderwerpen – gelet op de complexiteit ervan – de kennis en ervaring van onafhankelijke deskundige derden inschakelt, al dienen deze met zorg te worden geselecteerd en mogen commissarissen daarop ook weer niet blind varen. Ook de instelling van een speciale commissie laat de taakopdracht (prospectieve verantwoordelijkheid) van de raad van commissarissen op deze gebieden onverlet.

²⁶⁴ Zie o.a. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 21-22, 27-29, 39-40. Denk bij dat laatste bijvoorbeeld aan aandelen(opties) respectievelijk *cash* winst- of bonusuitkeringen en leningen. Zie voor de gevaren van en kritiek op prestatiebeloning o.a. Raaijmakers 2008, p. 415-417 en Cools 2005a, p. 81-94. De rechtspraak biedt nog niet veel houvast op dit gebied. Zie voor een overzicht o.a. Assink 2008a, p. 51-52. Het lijkt erop dat het dispuut tussen Koninklijke Wessanen en haar oud-bestuursvoorzitter A. Veenhof over diens vertrekregeling in interessante jurisprudentie gaat uitmonden (in aanvulling op o.a. Rb. Amsterdam 29 december 2008, *LJN* BG8560 (*ABN Amro Bank/S.*)). Zie Assink 2009g.

²⁶⁵ Ik wijs ook op verschillende inzichten binnen de vorige en de huidige *Monitoring Commissie Corporate Governance* over de verhouding tussen vaste en variabele beloningscomponenten, zoals thans neergelegd in principe II.2 van de *Corporate Governance* Code 2008. Zie *Het Financieel Dagblad* van 3 juli 2009, p. 15 (‘Aandeelhouder niet hoofdschuldig aan crisis’). Zie voor aanvullende regelgeving voor *bancaire* instellingen principes 6.1-6.4.6 van de Code Banken 2009.

²⁶⁶ Dit ligt in lijn met OK 2 september 2004, *JOR* 2004/271 (*Getronics*), r.o. 3.38.

Daarnaast zijn de afgelopen periode in de rechtspraak specifieke gevallen aan de orde gekomen waarin sprake was van *niet-structurele* onderwerpen, maar waarbij van de raad van commissarissen wel een verhoogde mate van betrokkenheid werd verwacht die zijn taakopdracht kleurde. Deze gevallen kenmerken zich door de aanwezigheid van belangenconflicten binnen de vennootschap en/of doordat de vennootschap zich in een potentiële eindspelsituatie bevindt. Ik benoem er hier twee. *Ten eerste* gevallen waarin principiële meningsverschillen bestaan tussen een of meer aandeelhouders en het bestuur die – mogelijk – een nadelige uitwerking hebben op de verhoudingen binnen de vennootschap/continuïteit van de onderneming, althans op de positie van een of meer belanghebbenden binnen de vennootschap. *Ten tweede* gevallen waarin de vennootschap wat betreft het risicogehalte van het ondernemingsbeleid scherp aan de wind zeilt en/of zich financieel gezien in zwaar weer bevindt (en deconfiture dreigt).²⁶⁷ In de *eerstgenoemde* gevallen wordt het tot de taak van de raad van commissarissen gerekend (i) te bevorderen dat dergelijke conflicten tot een oplossing worden gebracht c.q. dat de daardoor ontstane impasse wordt doorbroken (mede door het aangaan van een constructieve dialoog met de betrokken aandeelhouder(s)),²⁶⁸ althans (ii) te voorkomen dat verkeerde verwachtingen ontstaan bij bepaalde belanghebbenden c.q. bestaande ongerustheid bij bepaalde belanghebbenden omtrent hun positie en belangen weg te nemen (mede door het toezien op adequate informatievervalsing) en/of (iii) waar nodig die belangen te bewaken en behartigen.²⁶⁹ Dit impliceert een soort brugfunctie tussen bestuur en aandeelhouders. Hoewel deze rol in belang toeneemt lijken com-

²⁶⁷ Zie daarnaast bijvoorbeeld de aandacht voor gevallen waarin een of meer bestuurders persoonlijke belangen hebben bij een transactie die tegenstrijdig zijn met dat van de vennootschap en waarin de vennootschap zich in een overnamesituatie bevindt. Ik volsta met een verwijzing naar de preambule (specifiek nr. 11), principe II.3 en *best practice* bepalingen II.1.10-11 van de *Corporate Governance Code 2008* en Josephus Jitta/Van der Klip 2008, p. 299-340.

²⁶⁸ Illustratief zijn OK 5 augustus 2009, *LJN BJ4688 (ASM International)*, OK 17 januari 2007, *JOR 2007/42 (Stork)*, OK 1 augustus 2005, *JOR 2005/266 (Curamedical Holding)*, OK 18 oktober 2004, *JOR 2004/328* en OK 1 augustus 2003, *JOR 2003/256 (NIBO)*. In OK 17 april 2008, *JOR 2008/157 (ABN Amro Holding)* werd dit echter niet aangenomen, waarschijnlijk omdat het bestaande verschil van inzicht niet een dergelijke nadelige werking had. Een basis voor deze benadering kan gevonden worden in HR 1 maart 2002, *JOR 2002/79 (Zwagerman Beheer)*, r.o. 3.4. Van een *resultaatverplichting* zal daarbij logischerwijs geen sprake kunnen zijn; ook (zelfs?) commissarissen kunnen geen ijzer met handen breken (zie ook nr. 2.2).

²⁶⁹ Illustratief zijn OK 5 augustus 2009, *LJN BJ4688 (ASM International)*, OK 7 mei 2008, *JOR 2008/195 (Vialle Alternative Fuel Systems)* en OK 28 december 2006, *JOR 2007/67 (KPNQwest)*. Deze aspecten lijken mij niet bij voorbaat wezensvreemd aan de taakopdracht (prospectieve verantwoordelijkheid) van de raad van commissarissen, al rept de wet daarover niet met zoveel woorden (zie art. 2:140/250 BW; dat lijkt mij niet maatgevend, want te legistisch gedacht) en zullen commissarissen hieraan normaliter niet continu aandacht hoeven te besteden (het gaat immers om niet-structurele onderwerpen).

missarissen zich, getuige de uitkomst van de rechtspraak tot dusver, daarmee niet altijd even goed raad te weten. Dat zal mede oorzaak vinden in het feit dat deze toepassing van de toezichttaak een betrekkelijk nieuwe is en het daarbij verwachte gedrag van commissarissen, met name waar het gaat om conflictbeslechting/de-escalerend optreden, zich lastig in concrete richtlijnen laat vertalen. Van belang lijkt mij in ieder geval dat commissarissen:

- (a) tijdig de betrokken partijen en hun belangen identificeren (ik doel dan vooral op de dissidente aandeelhouders);
- (b) met betrokkenen in gesprek gaan en de communicatie gaande houden;
- (c) daarbij zo lang mogelijk neutraal blijven (in de zin dat niet te snel partij gekozen wordt, al zullen commissarissen uiteindelijk ook zelf veelal een standpunt moeten innemen);
- (d) de argumentatie zakelijk houden, door een beroep te doen op de feiten; en
- (e) duidelijk communiceren wat het oogmerk van de raad van commissarissen is, ter voorkoming van een complicerende ‘wij/zij’ – of: bestuur én raad van commissarissen *versus* algemene vergadering c.q. een of meer aandeelhouders – perceptie bij de betrokken aandeelhouders, die slechts wantrouwen in de hand werkt (een omgekeerde ‘wij/zij’ perceptie bij het bestuur is ook denkbaar, maar wellicht wat minder realistisch).

Het in nr. 2.2 uitgelichte wetgevingsinitiatief, dat beoogt beursvennootschappen van meer informatie te voorzien omtrent de identiteit, het aandelenbelang en de intenties van aandeelhouders, zal het voor commissarissen bij dergelijke vennootschappen denkkelijk wat vergemakkelijken om voornoemde rol te vervullen. In dergelijke scenario’s speelt overigens als extra dimensie dat bepaalde aandeelhouders, die zich niet kunnen vinden in de wijze waarop de raad van commissarissen die rol invult, kunnen trachten de mogelijkheid het vertrouwen in dat orgaan op te zeggen aan te wenden als middel om een wenselijker geachte invulling van die rol af te dwingen (zie nr. 2.2). Op dat spanningsveld binnen de verantwoordingsrelatie kom ik terug in nr. 3.3.2. In de *laatstgenoemde* gevallen wordt het tot de taak van de raad van commissarissen gerekend dat hij (i) een steviger vinger aan de pols van het bestuur houdt door dichter op de bestuurlijke beleids(uit)voering te gaan zitten en (ii) daarbij op de rem te trappen indien nodig, althans (iii) het bestuur actief met raad bij te staan en (iv) waar nodig zelfs eigen initiatieven te ontwikkelen, waar nodig via zelfstandig ingeschakelde externe adviseurs.²⁷⁰ Ook van deze rol

²⁷⁰ Illustratief zijn OK 28 december 2006, *JOR* 2007/67 (*KPNQwest*), OK 16 oktober 2003, *JOR* 2003/260 (*Laurus*) en HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (*Ogem Holding*). Zie ook o.a. OK 17 april 1997, *NJ* 1997, 672 (*Bobel*) voor een schrijnend geval van tekortschietende commissarissen.

lijken commissarissen zich nog niet altijd even goed doordrongen. Wellicht speelt hier mee dat een dergelijke geïntensiveerde opstelling, waarbij de commissarissen bestuurders ‘korter aan de teugel nemen’ en desnodig zelfstandig – soms in beginsel aan de bestuurstaak eigen – activiteiten ontplooiën, wat tegennatuurlijk voorkomt (ook voor bestuurders). In beide scenario’s zal de raad van commissarissen, zodra de noodzaak van een actiever (of: minder routinematig) optreden ontstaat, (i) zich meer in detail moeten informeren over het bestuurlijk beleid en de gang van zaken binnen de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming, (ii) zich sterker moeten laten gelden in die beleids(uit)voering c.q. die gang van zaken en (iii) daarbij tactisch moeten manoeuvreren, ook met het oog op de perceptie van de buitenwacht omtrent de situatie waarin de vennootschap verkeert. In het eerste scenario vooral als zelfstandig opererend orgaan dat ‘boven’ de kibbelende partijen staat (en dus jegens de kemphanen), in het tweede scenario juist in de verhouding tot het bestuur.²⁷¹ Van toezicht door de raad van commissarissen op *eigen* initiatieven zal logischerwijs geen sprake kunnen zijn; zie ook nr. 4.2.

Ook hier sluit ik af met een relativering. Hoewel de tendens in regelgeving, rechtspraak en literatuur er de afgelopen jaren onmiskenbaar een is geweest naar stevig aangescherpte eisen van verantwoord toezicht door commissarissen, en voor die tendens ook het nodige valt aan te voeren (zie nr. 2.1), dient te worden gewaakt voor té hooggespannen verwachtingen. Deze aanscherping, die in de praktijk wel degelijk wordt gevoeld door commissarissen (mede door vergrote aandacht van financiële media en een toegenomen ‘naam en rugnummer’ cultuur; zie nr. 2.2),²⁷² is geen garantie dat crises op kleine of grote schaal uitblijven of bezworen zullen worden, zoals de afgelopen periode wel is gebleken. Een dergelijk streven is, gelet op de positie waarin commissarissen verkeren, geen realistische; nogmaals, het blijft mensenwerk. Zo merkt de voormalig president-commissaris bij Laurus op dat ‘[d]e buitenwereld verwacht dat je al hebt ingegrepen voor het probleem zichtbaar is. Ze overschatten de rol van de commissaris. Je kunt maar heel beperkt invloed uitoefenen. Maar als het misgaat, word je wel aan de schand-

²⁷¹ Anders dan Raaijmakers 2008, p. 414 heb ik dan ook niet direct de indruk dat in de praktijk ‘het belang van een sterk afstandelijke positie en een onafhankelijke opstelling’ van de raad van commissarissen afneemt.

²⁷² Zie o.a. Raaijmakers 2008, p. 411-412, De Bos/Lückerath-Rovers 2008, p. 34-35, Cools 2005a, p. 58-70 en Den Boogert 2003, p. 409. Zie voor de VS ABA Task Force 2009, p. 11-14. Ik wijs ook op *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 24. Een actueel voorbeeld is de kwestie inzake het op 10 september 2009 gefailleerde Van der Moolen Holding; een week eerder kopte *Het Financieele Dagblad* al op de voorpagina: ‘RvC durfde bij VDM niet in te grijpen.’

paal genageld. Barbertje moet hangen, terecht of onterecht.²⁷³ Los van de specifieke situatie waarop hij doelt:²⁷⁴ naar een dergelijk systeem moeten we uiteraard niet toe. Deze aanscherping vergroot ook het risico dat bestuurders commissarissen gaan zien als een beperkende factor, en zich jegens hen eerder defensief en wantrouwend gaan opstellen dan open en collegiaal. Dat laatste is niet bevorderlijk voor adequaat toezicht. Dáárop moeten we dus ook niet mikken, wel op het bij relevante actoren – met name bestuurders, commissarissen en aandeelhouders – bevorderen van inzicht in en begrip voor elkaars actuele taakopdracht/positie binnen de vennootschap. Onderling vertrouwen en daarop afgestemd gedrag van betrokkenen zijn van cruciaal belang voor goed functionerend ondernemingsbestuur (zie ook nr. 4.2-4.3). Als het in de toekomst anders loopt dan gehoopt – en dat zal het onvermijdelijk op enig moment, crises komen en gaan; zie nr. 3.2.1 – dient niet automatisch gedacht te worden aan verdere aanscherping, maar (i) genuanceerd te worden gezien op welke wijze door commissarissen door de bank genomen invulling is gegeven aan hun rol, (ii) hoe zich dat verhoudt tot de dan bestaande situatie en vervolgens (iii) of gelet daarop aanpassingen geïndiceerd zijn en (iv) zo ja, welke de meest geëigende zijn, met inachtneming van de daaraan klevende nadelen. Commissarissen kunnen de beeldvorming alvast bevorderen door op kenbare wijze werk te maken van hun taakopdracht, met name op de hiervoor aangestipte aandachtsgebieden; in zekere zin lakmoesproeven. Ten slotte: is aan deze toegenomen verwachtingen van commissarissen niet inherent, dat de beloning en ondersteuning van commissarissen in opwaartse zin worden bijgesteld?

3.2.3 AANDEELHOUDERS

In nr. 1.2 en 3.1.3 signaleerde ik dat in het systeem van Boek 2 BW op de algemene vergadering/aandeelhouders niet een taakopdracht (prospectieve verantwoordelijkheid) rust die naar de aard vergelijkbaar is met de op het bestuur/bestuurders en de raad van commissarissen/commissarissen rustende taakopdrachten, waarbij ik in aanmerking nam dat aandeelhouders zich – binnen de grenzen van art. 2:8 BW; de grondnorm van het vennootschappe-

²⁷³ Interview met K.J. Storm in *Elan* 2002, p. 26. Zie ook De Bos/Lückerath-Rovers 2008, p. 43 over de kloof tussen ‘de maatschappelijke verwachtingen en de werkelijke verantwoordelijkheden van de commissaris’ en in de VS HBS 2009, p. 6: ‘*I think that the expectation of what a board can or cannot do, either in the public perception or even in the regulatory perception, is overstated*’, another director said. ‘*At times this is a big challenge for board members. They feel they should be doing more, but doing more is difficult to do.*’ Such comments suggest that, in times of crisis, directors feel a responsibility to take a larger role but aren’t certain how to do so.’

²⁷⁴ Zie daarover met name OK 16 oktober 2003, *JOR* 2003/260 (*Laurus*).

lijke organisatierecht²⁷⁵ – in die hoedanigheid primair door hun eigen (rendements)belangen mogen laten leiden en dus niet het belang van de vennootschap voorop hoeven te stellen. Los daarvan staat dat de algemene vergadering en de aandeelhouders bepaalde bevoegdheden/rechten toekomen. Hoewel de zoektocht naar eisen van verantwoord gedrag zich doorgaans richt op bestuurders en commissarissen, en de wijze waarop aandeelhouders zich dienen te gedragen binnen de vennootschap minder strikt genormeerd is, kunnen ook voor aandeelhouders nader bepaalde eisen van verantwoord gedrag worden onderscheiden.

De Nederlandse *corporate governance* code bepaalt in nr. 9 van de preambule dat hoe groter het belang is dat een aandeelhouder in de vennootschap houdt, hoe groter ‘zijn verantwoordelijkheid’ is jegens de vennootschap, minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen.²⁷⁶ Deze glijdende schaal is niet van nadere contouren voorzien. Dit is een interessante, maar tegelijk nogal kleurloze benadering, waaruit bijvoorbeeld niet blijkt dat ook een aandeelhouder met een groter aandelenbelang zich in beginsel niet zonder meer hoeft op te offeren voor de belangen van anderen. Ik zou dit van meer reliëf willen voorzien en trek daartoe enkele lijnen, vanuit het algemene vereiste van zorgvuldigheid (zoals dat voortvloeit uit art. 2:8 BW).

Ten eerste zou ik menen dat als een aandeelhouder een substantieel aandelenbelang houdt en de daaraan verbonden stemrechten voorzienbaar potentieel doorslaggevend zijn in de besluitvorming binnen de algemene vergadering, van hem mag worden verlangd dat hij zich voorafgaand aan het uitoefenen van zijn stemrechten adequaat informeert over (i) de merites van de voorliggende kwestie (waaronder de kenbare visie van het bestuur en de raad van commissarissen) en (ii) de kenbare gevolgen van zijn stemgedrag voor de vennootschap en de institutioneel betrokkenen (zoals ‘ja’ of ‘nee’ stemmen op een agendapunt dat verband houdt met een fundamentele strategiediscussie).²⁷⁷ Hierbij past in meer algemene zin (i) dat aandeelhouders

²⁷⁵ Zie voor een algemene aanzet o.a. OK 7 november 2008, *ARO* 2008, 170 (*Principal*), r.o. 3.8 over aandeelhoudersgedragingen in het licht van niet nader geduide ‘normen voor goed vennootschappelijk gedrag’ en OK 20 april 2005, *ARO* 2005, 64 (*CallActive*), r.o. 3.4 waarin onder meer wordt onderstreept dat ‘(...) ook de derde aandeelhouder/niet-bestuurder (...) de belangen van de vennootschap en haar beide bestuurders/(mede)aandeelhouders in het oog behoort te houden en niet in strijd daarmee of met hetgeen overigens in redelijkheid van hem kan worden gevergd, behoort te handelen. Het spreekt voorts vanzelf dat alle partijen zich ook overigens jegens elkaar gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid gevorderd wordt en dat zij de bij de aanvang van hun samenwerking gemaakte afspraken honoreren.’ Ik wijs ook op HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN Amro Holding*), r.o. 4.3. Zie Assink 2007, p. 94.

²⁷⁶ Aldus ook o.a. A-G Timmerman in nr. 3.10 voor HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 (*Koninklijke DSM*).

²⁷⁷ Dit strookt met o.a. art. 2:117/227 lid 4 BW, art. 2:336 BW, OK 16 oktober 2001, *JOR* 2001/251 (*Rodamco North America*), r.o. 3.17, OK 3 maart 1999, *JOR* 1999/87 (*Gucci Group*), r.o. 3.3, OK 11 maart 1999, *JOR* 1999/89 (*Breevast*), r.o. 4.16 en HR 10 maart 1995, →

die zich door derden zoals stemadviseurs laten informeren niet blind op die informatie afgaan (dit zal met name voor institutionele aandeelhouders opgaan, voor wie de code nog aparte regels formuleert²⁷⁸) en (ii) dat aandeelhouders naar eigen inzicht gebruik maken van de aan hen toekomende stemrechten, afgezien van beperkingen die voortvloeien uit rechtens toelaatbare stemafspraken.²⁷⁹ Geldt een dergelijke informeringsplicht ook voor houders van een niet-substantieel aandelenbelang? Art. 2:8 BW zal daaraan onder omstandigheden grondslag kunnen bieden, al ligt dat – mede uit praktische overwegingen en kostenooqpunt – niet erg voor de hand wanneer de relevantie van het aandelenbelang voor de besluitvorming voorzienbaar zeer of zelfs verwaarloosbaar klein is (wat zich bij beursvennootschappen nogal eens zal kunnen voordoen). In de praktijk zal dit aspect zich denkkelijk vooral voordoen bij voornoemde houders van een substantieel aandelenbelang, die een rol van betekenis spelen in de besluitvorming. Op voorhand valt niet goed te zeggen wanneer daarvan sprake is, al wordt wel aangenomen dat bij beursvennootschappen ‘een aandeelhouder met 15 tot 20% van de aandelen al een zeer grote invloed kan uitoefenen, en een aandeelhouder met 25% van de aandelen de aandeelhoudersvergadering geheel naar zijn hand kan zetten.’²⁸⁰

Het is mijns inziens in ieder geval aanbevelenswaardig dat aandeelhouders in brede zin geïnformeerd handelen bij het uitoefenen van hen toekomende stemrechten. Ik proef dat ook in principe I van de code, waaruit ongeclausuleerd volgt dat aandeelhouders van beursvennootschappen ‘zorgvuldig kennis [nemen] en een grondige beoordeling [maken] van de door de vennootschap gegeven motivering van eventuele afwijkingen van de best practice bepalingen van deze code. Zij vermijden een “afvinkmentaliteit” in

NJ 1995, 595 (*Janssen Pers/Janssen*), r.o. 3.5.1. Zie ook principe IV.4 van de *Corporate Governance Code* 2008. In soortgelijke zin Eumedion 2008, p. 16. Nalaten daarvan kan onder omstandigheden de besluitvorming aantastbaar maken op de voet van art. 2:15 BW, gegronde redenen opleveren om aan een juist beleid van de vennootschap te twijfelen (art. 2:350 BW) of leiden tot aansprakelijkheid van de betreffende aandeelhouder uit hoofde van onrechtmatige daad (art. 6:162 BW). Zie over dat laatste o.a. HR 8 november 1991, NJ 1992, 174 (*Nimox/Van den End q.q.*), r.o. 3.3.2: ‘Subonderdeel b berust op de stelling dat het stemmen in een algemene vergadering van aandeelhouders moet worden aangemerkt als een handeling van de vennootschap en derhalve geen onrechtmatige daad van de aandeelhouder kan opleveren, behoudens onder bijzondere omstandigheden. Deze stelling is onjuist.’

²⁷⁸ Zie principe IV.4 en *best practice* bepalingen IV.4.1-3 van de *Corporate Governance Code* 2008. Zie over de invloed van internationale stemadviesbureaus Munsters/Abma 2008, p. 219-220 en Verdam 2007, p. 43-73.

²⁷⁹ Zie ook *best practice* bepalingen IV.4.5-6 van de *Corporate Governance Code* 2008, waarin met stemafspraken geen rekening wordt gehouden. Dit is overigens bepaald geen eenduidige materie, zie Van Schilfgaarde/Winter 2006, p. 203-209.

²⁸⁰ Tiemstra/De Keijzer 2008, p. 195. Zie ook Van den Ingh 2000, p. 207 die opmerkt dat ‘het nauwelijks voorstelbaar [is] dat een particuliere belegger die vijf aandelen Shell bezit, beschuldigd zal worden van stemgedrag in strijd met het vennootschappelijk belang.’

de beoordeling van de corporate governance structuur van de vennootschap en zijn bereid om een dialoog aan te gaan indien zij de uitleg van de vennootschap niet aanvaarden.' Dit strookt niet echt met het 'blind' uitoefenen van stemrechten. Ik wijs hier op recente prikkelende aanbevelingen van een relevante organisatie in de VS dat aandeelhouders *'[a]ct on an informed basis with respect to their governance-related rights in the corporation, and form company specific judgments regarding such matters while taking into account their own investment goals. This should include avoiding reliance on rigid "check the box" approaches to governance issues.'* Daarbij wordt tevens aanbevolen dat aandeelhouders *'[a]pply company-specific judgments when considering the use of voting rights and contested elections to change the board composition. Director elections (...) are powerful tools for holding boards accountable and should be used with consideration for the fiduciary obligations of the board. Shareholders should carefully consider the circumstances in which a board decision not to implement an advisory (or precatory) shareholder resolution or to follow a particular governance practice should give rise to a campaign to withhold votes or vote against directors'* en dat aandeelhouders *'[c]onsider the long-term strategy of the corporation as communicated by the board in determining whether to initiate or support shareholder proposals. Investors should favor a tailored governance approach that is tied to the individual corporation's long-term goals and objectives.'*²⁸¹

Inhoudelijk zal de grens van het toelaatbare normaliter in ieder geval daar liggen waar, gelet ook op art. 3:13 BW, de uitoefening van stemrechten door aandeelhouders op een bepaalde wijze voorzienbaar zal resulteren in onevenredige benadeling van de vennootschap en/of institutioneel betrokkenen, zoals wanneer als gevolg daarvan de continuïteit van de onderneming sterk wordt bedreigd.

Zodra sprake is van een (meerderheids)aandeelhouder die de vennootschap – via het bestuur – daadwerkelijk feitelijk controleert, luistert het voorgaande nog nauwer: dan brengen de eisen van verantwoord aandeelhouderschap in mijn optiek onder meer mee dat bij aanwezigheid van een persoonlijk belang van die aandeelhouder dat tegenstrijdig is aan het belang van de vennootschap (en haar overige (minderheids)aandeelhouder(s)), deze aandeelhouder in het kader van een transactie met de vennootschap actief zal dienen te waken over de gerechtvaardigde belangen van de vennootschap (en haar overige (minderheids)aandeelhouder(s)), en aldus transparantie dient te betrachten en zal hebben te voorkomen dat hij zichzelf op deze wijze bevoordeelt ten koste van de vennootschap (en haar overige (minderheids)aandeelhouder(s)). Van die controlerende aandeelhouder wordt dan,

²⁸¹ ABA Task Force 2009, p. 24.

anders gezegd, binnen het vennootschappelijk verband een hoge mate van zorgvuldigheid verwacht die onder meer meebrengt dat het belang van de vennootschap (en de minderheidsaandeelhouder(s)) op geen enkele wijze achtergesteld mag worden bij het eigen belang.²⁸² Ik vind dat aanvaardbaar, omdat een dergelijke aandeelhouder zich in een quasi-fiduciaire situatie bevindt die vergelijkbaar is met die van bestuurders en commissarissen. Dat geeft mijns inziens de praktijk meer houvast en doet recht aan de (economische) realiteit.²⁸³ Het lijkt mij goed dat te expliciteren.

Verder ligt het in de rede dat aandeelhouders die zich actief te weer stellen tegen het door het bestuur – met instemming van de raad van commissarissen – gevoerde (ondernemings)beleid en in dat verband de hen toekomende bevoegdheden/(stem)rechten wensen uit te oefenen om een wezenlijke koerswijziging te bewerkstelligen, in beginsel bereid zijn eerst (i) een constructieve dialoog aan te gaan met de ondernemingsleiding, (ii) daarbij opening van zaken te geven én (iii) het eigen standpunt ook gemotiveerd voor te houden aan de overige aandeelhouders (zie nr. 2.2).²⁸⁴ Hetzelfde geldt wanneer een of meer aandeelhouders actief trachten een overwegende/belangrijke mate van zeggenschap in de vennootschap te verkrijgen, maar daarbij stuiten op tegenwerking van het bestuur (en de raad van commissarissen). Op de grenzen van de aan de algemene vergadering toekomende bevoegdheid tot ontslag van bestuurders en commissarissen ga ik in nr. 3.3.2 nader in. Voor dergelijke aandeelhouders zou ik ook een informeringsplicht willen aannemen, ongeacht de omvang van hun aandelenbelang. Te ver gaat mij thans om aan te nemen dat de door de *Monitoring Commissie Corporate Governance* opgeworpen mogelijkheid van een – door aandeelhouders te respecteren – responstijd voor het bestuur van maximaal 180 dagen (zoals opgenomen in de code), ondanks (i) de weigering van het kabinet om daaraan een wettelijke grondslag te geven en (ii) het dwingendrechtelijke karakter van onder andere art. 2:110/220 BW en art. 2:114a/224a BW (zie nr. 2.2), bij voorbaat gezien moet worden als een stevige invulling van de in art. 2:8 BW vervatte grondnorm.²⁸⁵

²⁸² Dit strookt met o.a. OK 3 mei 2006, *JOR* 2006/211 (*Bonne Route Holding*), r.o. 3.8, 3.11, OK 3 februari 2004, *JOR* 2004/101 (*Headscanning Patent*), r.o. 3.6, OK 22 september 2003, *JOR* 2003/280 (*I.H.D. Schiphol Services*), r.o. 3.4-3.5, OK 18 oktober 2001, *JOR* 2001/255 (*Heineken Holding*), r.o. 3.3, 3.13-3.14, OK 25 februari 2000, *JOR* 2000/75 (*Medisch Centrum voor Esthetische Geneeskunde*), r.o. 3.6, OK 17 april 1997, *NJ* 1997, 672 (*Bobel*), r.o. 3.1-3.2 en OK 14 januari 1993, *NJ* 1993, 460 en *NJ* 1993, 713 (*Koninklijke Maastrichtse Zinkwit Maatschappij*), r.o. 5. Ik wijs ook op HR 1 maart 2002, *NJ* 2002, 296 (*Zwagerman Beheer*), r.o. 3.4 en recenter HR 29 september 2006, *NJ* 2006, 639 (*Marsman/The Mill Resort*), r.o. 3.4-3.5 over o.a. ‘misbruik van meerderheidsmacht’. Zie voorts Assink 2007, p. 46.

²⁸³ Zie voor de ontwikkelingen op dit gebied in Delaware Assink 2007, nr. 7.e.

²⁸⁴ Ik proef dit ook in OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), OK 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 (*Rodamco North America*) en OK 11 maart 1999, *JOR* 1999/89 (*Breevast*). Zie ook *best practice* bepaling IV.4.4 van de *Corporate Governance Code* 2008.

²⁸⁵ Minder terughoudend is Raaijmakers 2009, p. 440. Zie ook nr. 3.2.

Ik merk hier op dat, wat betreft het in nr. 2.2 genoemde wetsvoorstel tot introductie van een in art. 5:43a Wft neer te leggen plicht voor aandeelhouders van beursvennootschappen die ten minste 3% van het geplaatste kapitaal houden onverwijld hun ‘intenties’ bekend te maken bij de AFM (waarna vervolgens ook iedere wijziging van intenties onverwijld dient te worden gemeld), dit aansluit op de al langer in de rechtspraak aanvaarde – en welbeschouwd ook in de code neergelegde – plicht van bepaalde ‘actieve’ aandeelhouders opening van zaken te geven. Die plicht wordt in het wetsvoorstel verbreed tot alle aandeelhouders in beursvennootschappen met een bepaald aandelenbelang. Daarbij past wel een belangrijke nuancering. In plaats van een specifieke regeling waarbij aandeelhouders gedetailleerde informatie dienen te verschaffen, en waarbij het risico op nietszeggende (*boiler-plate*) antwoorden reëel is omdat aandeelhouders doorgaans de handen vrij zullen willen houden, kiest het wetsvoorstel voor een algemene benadering waarin de aandeelhouder slechts – door ‘ja’ of ‘nee’ te antwoorden – hoeft te melden of al dan niet bezwaar bestaat tegen het gevoerde beleid. Het bezwaar daartegen zou kunnen zijn dat dit te ongenueanceerd is en gemakkelijk tot misverstand kan leiden. Ik geloof niet zo in dat gevaar, omdat – als ik de toelichting goed begrijp – de ‘ja’ melding is beperkt tot gevallen waarin de aandeelhouder:

- (a) bezwaar heeft tegen de door de vennootschap gekozen strategie; én
- (b) voornemens is dit direct of in de toekomst actief te gaan uiten, door zich bijvoorbeeld in te spannen om door middel van uitoefening van zijn zeggenschapsrechten wijzigingen aan te brengen in de strategie dan wel om bestuurders en/of commissarissen te vervangen door personen die zijn visie wel ondersteunen (via art. 2:110 BW, art. 2:114a BW en/of het recht van enquête).

In alle andere gevallen kan de aandeelhouder ‘nee’ invullen. Voor de vennootschap betekent een ‘ja’ melding dan dat actie ondernomen dient te worden (ik wijs weer op die in nr. 2.2 en 3.2.2 genoemde dialoog), terwijl een ‘nee’ melding niet automatisch meebrengt dat van sluimerend ongenoegen geen sprake is, maar wel dat geen acuut gevaar dreigt (omdat in dat laatste geval de aandeelhouder alsnog onverwijld een melding dient te doen). Een tweede tegenwerping zou kunnen zijn dat dit wetsvoorstel miskent dat het bestuur, en niet de algemene vergadering c.q. aandeelhouders, over de strategie gaat. Dat bezwaar overtuigt mij niet, omdat die standaardverdeling van taken en bevoegdheden/rechten in het huidige Nederlandse model van ondernemingsbestuur (zie nr. 3.1-3.1.3) niet meebrengt dat aandeelhouders geen mening mogen hebben over het ondernemingsbeleid, althans die mening voor zichzelf dienen te houden en verder maar passief moeten blij-

ven.²⁸⁶ Het belang van de voorgestelde regeling is mijns inziens vooral dat door de aldus vergrote transparantie de ondernemingsleiding beter in staat zal zijn te anticiperen op serieuze onvrede onder – bepaalde – aandeelhouders, in plaats van daardoor overvallen te worden (zie nr. 2.2). Daarbij komt dat de vennootschap nog eens extra transparant dient te zijn over de strategie op haar *website* (zie het voorgestelde art. 5:25ka Wft). Die meerwaarde zie ik wel. Weliswaar wordt deze materie geregeld in de Wft, dat laat onverlet dat de Ondernemingskamer acht kan slaan op naleving van deze verplichting door een aandeelhouder in een enquêteprocedure, omdat een dergelijke handelwijze niet goed helemaal los gezien kan worden van het bepaalde in art. 2:8 BW.

Het in nr. 2.2 genoemde wetsvoorstel tot verlaging in art. 5:38-39 Wft van de eerste drempel voor melding van zeggenschap en kapitaalbelang in beursvennootschappen van 5% naar 3% lijkt mij niet erg bezwaarlijk. Significante kapitaalbewegingen worden zo eerder zichtbaar – al blijven er beperkingen – voor de vennootschap en de markt (via de AFM), terwijl dit percentage aansluit bij de voorgestelde intentieregeling. Meer bedenkingen heb ik bij de praktische uitvoerbaarheid van het aanpalende ambitieuze wetsvoorstel tot introductie in hoofdstuk 3A van de Wge van – kort gezegd – de mogelijkheid voor Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in een bepaalde periode voorafgaand aan een (bijzondere) algemene vergadering de identiteit- en adresgegevens te achterhalen van haar uiteindelijke investeerders (in termen van aandeel- en certificaaathouders), door middel van een verzoek aan Euroclear Nederland en/of Nederlandse en buitenlandse aangesloten instellingen en intermediairs om de naam en adresgegevens kenbaar te maken van degene(n) voor wie zij tegoeden in – certificaten van – aandelen hebben geadministreerd (al komt de mogelijkheid te kunnen communiceren met aandeelhouders – bijvoorbeeld via *e-mail* – niet onwenselijk voor). Ik denk dan bijvoorbeeld aan grensoverschrijdende gevallen waarbij meerdere rechtstelsels van toepassing kunnen zijn, door het toenemen van tussenschakels de kans op fouten groter wordt en er meer onduidelijkheid kan ontstaan over wie nu eigenlijk de uiteindelijke ‘investeerder’ is.²⁸⁷ Het

²⁸⁶ Zie ook principe IV.1 van de *Corporate Governance Code 2008*, waarin is neergelegd dat ‘de algemene vergadering zodanig invloed [dient] te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van “*checks and balances*” in de vennootschap.’

²⁸⁷ Zie ook De Monchy 2007. Er zijn meer bedenkingen aan te voeren, die ik verder laat rusten; zie nader Van der Krans 2009, p. 77 e.v. Dat laatste geldt ook voor de plicht tot het doen van een melding als bedoeld in art. 5:45 lid 5 Wft en het doen van een openbaar bod als bedoeld in art. 5:70 Wft (waarbij ex art. 5:80a Wft een billijke prijs dient te worden geboden). Wel wijs ik op de door het Ministerie van Financiën – via www.minfin.nl/ – op 2 september 2009 gedane aankondiging dat begin 2010 conceptaanpassingen van de biedingsregels ter consultatie zullen worden voorgelegd (waaronder de invoering van de zogeheten *put up or shut up* regel).

wetsvoorstel verduidelijkt dat indien aan een verzoek niet wordt voldaan de rechter op verzoek van de vennootschap maatregelen kan nemen (zoals schorsing van stemrechten verbonden aan de betreffende – certificaten van – aandelen), maar ook daar zal de praktijk nogal eens weerbarstiger zijn dan de theorie. Dit gaat best ver. Dergelijke obstakels lijken echter niet goed te vermijden bij het optuigen van een robuust identificatiemechanisme.

Een belangrijk onderwerp dat verdere verkenning behoeft is hoe op een werkbare wijze meer duidelijkheid kan worden verkregen over het uiteenlopen van het economisch belang bij en de juridische eigendom van aandelen (zie nr. 2.2). Dat is nog geen *sinecure*.²⁸⁸ Ook op dit vlak worden wetgevingsinitiatieven ontplooid.²⁸⁹

Dit brengt mij bij het afleggen van verantwoording.

3.3 *Afleggen van verantwoording*

Bestuurders dienen verantwoording af te leggen over hun handel en wandel aangaande het door hen gevoerde vennootschappelijk en ondernemingsbeleid. Binnen de vennootschap in ieder geval tegenover de raad van commissarissen (indien aanwezig) en de algemene vergadering, buiten de vennootschap eventueel tegenover de rechter (afgezien van andere relevante derden, zoals de AFM, DNB, financiële media, stemadviseurs en analisten). Voor commissarissen geldt dat zij zich binnen de vennootschap in ieder geval dienen te verantwoorden tegenover de algemene vergadering en buiten de vennootschap eventueel tegenover de rechter. Zie nr. 1.2.

3.3.1 DOOR HET BESTUUR AAN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN

Op de aard van de toezichthoudende taak van de raad van commissarissen ben ik in nr. 3.1.2 en 3.2.2 ingegaan. De interactie die in dat verband bestaat tussen het bestuur en de raad van commissarissen, bijvoorbeeld waar het gaat om de essentialia, de robuustheid/geschiktheid en de werking van het

²⁸⁸ Zie ook Raaijmakers 2009, p. 440.

²⁸⁹ Ik wijs op het door het Ministerie van Financiën – via www.minfin.nl/ – op 1 september 2009 ter consultatie voorgelegde voorstel tot wijziging van de Wft, mede in die zin dat voornoemde melding betreffende zeggenschap en kapitaalbelang wordt uitgebreid met ‘economische long posities’, waarmee wordt bedoeld op ‘financiële instrumenten die de houder ervan een economische waarde bieden die afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen in een beursvennootschap (long posities), zonder dat de houder juridisch een aanspraak op de (onderliggende) aandelen kan maken.’ Het doel van het wetsvoorstel is vergroting van het inzicht in economische *long* posities waarvan de waarde afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten.

risicobeheerproces (gelet op de strategie en kenmerken van de onderneming), geeft voor een belangrijk deel invulling aan het proces waarin bestuurders verantwoording afleggen tegenover commissarissen. Een fundamentele vraag die in het voorgaande nog niet aan bod kwam is de mate waarin commissarissen zich in dat verantwoordingsproces dienen te beperken bij de beoordeling van het bestuurlijk gedrag. De wet laat zich daarover niet duidelijk uit. Ook de rechtspraak biedt geen haarscherp beeld, al kan ik mij niet aan de indruk onttrekken dat vooral de toezichthoudende taak van commissarissen daarin van steeds sterkere contouren wordt voorzien²⁹⁰ (zie ook nr. 2.1 en 3.2.2). In de literatuur wordt wel gesteld dat de raad van commissarissen het vennootschappelijk en ondernemingsbeleid als gevoerd door het bestuur ‘marginaal’ dient te beoordelen.²⁹¹ Hier bestaat naar mijn mening ruimte voor nuancering.

Mijns inziens heeft als uitgangspunt te gelden dat commissarissen (i) er onverkort op dienen toe te zien dat bestuurders zich in het kader van hun bestuurstaak verantwoord gedragen en (ii) waar redelijkerwijs mogelijk tijdig en adequaat dienen in te grijpen zodra dat niet het geval is (zie nr. 3.2.2). Ik onderken daarbij dat de raad van commissarissen het werk van het bestuur niet naar believen geheel over zou moeten willen doen, erin resulterend dat het primaat omtrent strategiebepaling en overige aspecten van het ondernemingsbeleid uiteindelijk bij hem – en niet het bestuur – komt te liggen. Dát past niet in het hedendaagse Nederlandse model van ondernemingsbestuur; in beginsel bestuurt *het bestuur* en zal de raad van commissarissen niet zelf beleidsinitieërend/-voerend moeten optreden (zie nr. 3.1.1-3.1.2, 3.2.1-3.2.2 en 4.2). Maar dit laat onverlet dat de raad van commissarissen dat ondernemingsbeleid zelfstandig en voldoende geïnformeerd/diepgaand dient te volgen (waarbij op zichzelf geen delen zijn uitgezonderd) en uiteindelijk zelf de overtuiging moet hebben dat het bestuur dienaangaande al met al een verantwoorde koers vaart. Impliceert dit een *beperkte* beoordeling van het ondernemingsbeleid? Toch hooguit waar het gaat om de mate van detail waarin de raad van commissarissen dat beleid beoordeelt. Dat zal zich in de regel toespitsen op de hoofdlijnen, niet de punten en komma’s. Maar daarbinnen mag de raad van commissarissen ‘vol’ beoordelen of het bestuur een *redelijke mate van zorg* (heeft) betracht, zoals in algemene zin van het neutraal ondernemende bestuur wordt verwacht en waarin welbeschouwd ook een marge van beleidsvrijheid voor het bestuur is verdisconteerd. Voor door het bestuur voorgenomen ondernemingsbeleid dat de raad van commissarissen dient goed te keuren op basis van art. 2:164/274 BW en/of de statuten (en waarbij de commissarissen dus majeure geachte transacties kunnen blok-

²⁹⁰ Zie voor een overzicht Assink 2007, p. 37.

²⁹¹ Zie o.a. Buijs 2006, p. 119-224, Van Lede 2005, p. 258 en Honée 1996, p. 280-281.

keren) geldt mijns inziens niet iets anders, nu de commissarissen dan zelfs gevraagd wordt op een concreet punt formeel hun akkoord te geven. Waar de overgang van verantwoord naar onverantwoord gedrag minder grijstinten kent, en dan gaat het doorgaans niet meer over aspecten van ondernemingsbeleid, bestaat voor een relatief bescheiden opstelling van de raad van commissarissen bij het uit te oefenen toezicht (nog) minder plaats. Kort en goed: erg zuiver is het naar mijn mening niet om in dit verband simpelweg van een ‘marginale’ beoordeling te spreken, van de in nr. 3.2 bedoelde dwingende divergentie is in dit verband geen sprake (voor de rechter kan dat mijns inziens anders zijn; zie nr. 3.3.3).

Dit alles past (i) bij het gegeven dat het bestuur het vertrouwen moet genieten van de raad van commissarissen (zie nr. 1.2), (ii) bij de verdiepte aandacht die de raad van commissarissen aan bepaalde onderdelen dient te schenken (niet in de laatste plaats het risicobeheerproces; zie nr. 3.2.1-3.2.2) en (iii) bij de mogelijkheid dat de raad van commissarissen – bij een conflict binnen de vennootschap tussen een of meer aandeelhouders en het bestuur – zelf een gemotiveerd standpunt dient in te nemen en uit te dragen over beleidsmatige aspecten (zie nr. 3.2.2).²⁹² Dit voorkomt ook dat een vreemde discrepantie ontstaat met de positie van de algemene vergadering, nu die in het verantwoordingsproces het bestuurlijk beleid zonder terughoudendheid mag beoordelen (de rechter verkeert in een wezenlijk andere positie; zie nr. 3.3.3). Of de raad van commissarissen ook steeds meer *wil* dan ‘marginaal’ beoordelen is een tweede. Omdat de overgang van algemeen verantwoord naar onverantwoord te achten ondernemingsbeleid lang niet altijd in zwart/wit tinten weer te geven valt, zullen commissarissen – die zich daarbij zelf ook verantwoord dienen te gedragen – geneigd zijn de opvatting van het bestuur zwaar te laten wegen (zeker als dit zonder tegenstrijdige belangen opereert). Het ligt ook niet zo in de rede dat zij op dit punt gemakkelijk een ramkoers zullen varen, omdat (i) men de onderlinge verhoudingen niet te snel op scherp zal willen zetten, (ii) het bestuur de strategie waarbinnen het ondernemingsbeleid wordt gevoerd veelal niet in totaal isolement zal hebben bepaald en (iii) over een bepaalde kwestie simpelweg weleens in redelijkheid anders gedacht kan worden. Hier loert wel het gevaar dat commissarissen zich te veel laten leiden door het bestuur, aldus te weinig werk maken van hun autonome toezichthoudende taak en daarop zelf worden afgerekend. Zij dienen zelf immers ook verantwoording af te leggen over hun taakuitoefening. Het wordt er allemaal niet eenvoudiger op voor deze toezichthouders.

²⁹² Ik zie dit ook terug bij Timmerman 2007 waar hij opmerkt dat ‘de raad van commissarissen als *het eerste en belangrijkste tegenwicht* voor de machtige raad van bestuur dient te functioneren.’

3.3.2 DOOR HET BESTUUR EN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN AAN DE ALGEMENE VERGADERING

Een interessant knelpunt dat in de afgelopen periode aan de oppervlakte is gekomen betreft de vrijheid die de algemene vergadering heeft om, nadat het bestuur en de raad van commissarissen (indien aanwezig) verantwoording hebben afgelegd over hun taakuitoefening rond de strategie van de onderneming, daaraan de ultieme sanctie van ontslag te verbinden om dienaangaande een koerswijziging te bewerkstelligen.²⁹³ Hierbij spelen in essentie twee complicerende factoren een rol, die zijn ingebakken in het Nederlandse model van ondernemingsbestuur. *Ten eerste* dat het ondernemersprimaat in beginsel berust bij het bestuur (zie nr. 3.1.1 en 3.2.1), maar ontslag van bestuurders (en commissarissen) een fundamentele bevoegdheid van de algemene vergadering is. *Ten tweede* dat zowel het bestuur als de raad van commissarissen (indien aanwezig) in het bredere kader van zijn taakopdracht het belang van de vennootschap voorop dient te stellen, maar aandeelhouders zich – zij het binnen de grenzen van vooral art. 2:8 BW – juist primair mogen richten op hun eigen (rendements)belangen (zie nr. 1.2, 3.1.3 en 3.2.3). Ik signaleer een aantal denkbare methoden waarop dit knelpunt kan worden gemitigeerd en kom tot een voorstel voor een oplossingsrichting, waarbij ik mede teruggrijp op eisen van verantwoord aandeelhouderschap (zie nr. 3.2.3).

Als uitgangspunt zou ik willen nemen dat, als aandeelhouders het vertrouwen verliezen in het bestuur of de raad van commissarissen,²⁹⁴ ontslag van bestuurders of commissarissen moet kunnen volgen: hier geldt ‘ja, mits’, niet ‘nee, tenzij’.²⁹⁵ Dit betekent dat functionarissen ook kunnen worden ontslagen als zij niet hebben gefaald. Dat laatste is mijns inziens geen *condicio sine qua non* voor een vertrouwensbreuk omdat anders die fundamentele ontslagbevoegdheid te zeer wordt uitgehold. Er kunnen bijvoorbeeld gevallen spelen waarin een groot aantal aandeelhouders zich simpelweg niet kan verenigen met de strategische koers die het bestuur voert/voorstaat en waarin deze, ondanks aandringen van de aandeelhouders, gemotiveerd persisteert.²⁹⁶ Het gaat mij te ver om aan te nemen dat die aandeel-

²⁹³ Zie o.a. OK 13 mei 2009, *JOR* 2009/163 en OK 20 mei 2008, *JOR* 2008/158 (*ASM International*) en OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*).

²⁹⁴ Dat laatste zal vooral spelen in structuurvennootschappen, omdat de algemene vergadering daar niet bevoegd is bestuurders te ontslaan, maar wel om ex art. 2:161a/271a BW het vertrouwen op te zeggen in de raad van commissarissen en deze daarmee heen te zenden (lees: de raad van commissarissen als collectief te ontslaan).

²⁹⁵ Zie ook Timmerman 2008a, p. 1, Hammerstein 2008, p. 105, Den Boogert 2007, p. 141 en Timmerman 1999, p. 273.

²⁹⁶ Zie o.a. *Kamerstukken I* 2003/04, 28 179, B, p. 21. Anders De Monchy 2007, p. 120. Zie ook Gortzak/Bloemarts 2007, p. 243-248.

houders niets anders rest dan het verkopen van hun aandelenbelang. Dit betekent niet dat de aandeelhouders naar believen tot ontslag mogen besluiten, het blijft een *ultimum remedium* waardoor de gang van zaken binnen de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming sterk wordt beïnvloed en dient ook als zodanig te worden behandeld.²⁹⁷ Overigens laat het vervangen van bestuurders of commissarissen onverlet dat ook de nieuwe functionarissen zich bij hun taakvervulling dienen te richten naar *het belang van de vennootschap* (zie nr. 3.1.1-3.1.2 en 3.2.1-3.2.2).

Er zijn diverse mogelijkheden om het risico van een lichtvaardig ontslagbesluit te verkleinen. Ik noem er drie. *Ten eerste* verhoging van de stem- en/of quorumdrempel(s) voor een ontslagbesluit van de algemene vergadering.²⁹⁸ Daarmee wordt bewerkstelligd dat een ontslagbesluit de instemming vereist van een significant deel van de aandeelhouderspopulatie, van een representatieve groep aandeelhouders, van een kritische massa. Als slechts enkele aandeelhouders actief aansturen op ontslag zullen zij dan alleen met medewerking van een noemenswaardig aantal andere aandeelhouders hun doel kunnen bereiken. Een hoge participatiegraad lijkt mij met name bij dit onderwerp wenselijk, waaraan verbetering van de stem-infrastructuur ook zou kunnen bijdragen (zie nr. 2.1). Hier verdient wel aandacht dat het huidige Boek 2 BW op dat punt onderscheid maakt in structuur- en niet-structuurvennootschappen. Voor art. 2:161a/271a BW, dat ziet op het ontslag van de raad van commissarissen bij structuurvennootschappen, zou dan een wetswijziging nodig zijn om ook daar statutaire afwijking van de wettelijk gegeven stembrempel (gewone meerderheid) mogelijk te maken (in lijn met art. 2:134/244 BW en art. 2:144/254 BW).²⁹⁹ Weliswaar brengt het vereiste

²⁹⁷ Zie over de strekking van art. 2:161a/271a BW o.a. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 39.

²⁹⁸ Zie o.a. De Kluiver 2009b, p. 19, Tiemstra/De Keijzer 2008, p. 54 en SER-advies 2008, hfdst. 3.

²⁹⁹ Het kabinet lijkt daarin niet veel te zien. Zie reeds de – op www.ser.nl/ te raadplegen – brief van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (namens het kabinet) aan de SER van 23 juni 2008 (over het SER-advies 2008), p. 11-12: ‘De Monitoring Commissie heeft het kabinet in overweging gegeven om de statutaire vrijheid voor het bepalen van nadere eisen in verband met de besluitvorming over het opzeggen van het vertrouwen in de raad van commissarissen van structuurvennootschappen te vergroten. Het kabinet heeft in de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie aangegeven dat zij zich op dit punt nader diende te beraden. Het kabinet komt tot de conclusie dat de huidige structuurregeling pas sinds 1 oktober 2004 in werking is. Het kabinet heeft geen aanwijzingen dat de toepassing van de structuurregeling leidt tot afwijkingen van de met de regeling beoogde doelstellingen. Er zijn voorts geen (technische) gebreken aan het licht gekomen die tot een aanpassing noodzakelijk zijn. Dit geldt ook voor de toepassing van de artikelen 2:158 (268) lid 9 BW en 2:161a (271a) lid 1 BW, die tijdens de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel zijn gewijzigd. In algemene zin is er op grond van het voorgaande vooralsnog onvoldoende aanleiding voor een wetsevaluatie’ (zonder voetnootverwijzing).

van een gekwalificeerde meerderheid mee dat ontslag uitblijft, ook al heeft een meerderheid van de ter vergadering aanwezige/vertegenwoordigde aandeelhouders in de betreffende functionaris(sen) geen vertrouwen meer (uitgaande van een stem per aandeel), omdat een dergelijke verhoging van de stembreukel statutenwijziging en dus medewerking van de algemene vergadering vereist – en daardoor ook kenbaar is voor toekomstige aandeelhouders – zie ik dáárin geen principieel bezwaar. De waarde van een quorumeis kan overigens betrekkelijk blijken. Als de aanwezigheidsdrempel niet wordt gehaald vervalt deze in beginsel in de nieuw bijeen te roepen algemene vergadering, tenzij de statuten anders bepalen (art. 2:120/230 lid 2 BW).³⁰⁰ *Ten tweede* het inbouwen van een vertragend element in de besluitvorming door de aandeelhouders, eventueel in combinatie met het voorgaande. Zoals (i) een eerste informatieve algemene vergadering waarop het door een of meer aandeelhouders voorgestelde ontslag wordt besproken en bediscussieerd, gevolgd door een tweede apart bijeen te roepen algemene vergadering waarop daadwerkelijk over het voorstel wordt gestemd,³⁰¹ of (ii) de inlassing van een door het bestuur in te roepen en aandeelhouders te respecteren ‘wacht-tijd’ – van maximaal 180 dagen?; zie nr. 2.2 – alvorens het door een of meer aandeelhouders gewenste ontslag voor een algemene vergadering geagendeerd kan worden en daarop vervolgens in stemming gebracht kan worden.³⁰² Het voordeel van een dergelijke afkoelingsperiode is dat de vaart wat uit de besluitvorming wordt genomen (de ‘hitte uit het moment’), waardoor aandeelhouders en andere (institutioneel) betrokkenen beter de kans krijgen zich over – de wenselijkheid c.q. gevolgen van – een eventueel ontslag uit te laten en zich daarop te bezinnen. Het lastige hieraan is in algemene zin dat een probleem ontstaat als de situatie nijpend is en niet op uitstel kan wachten. Daar valt een mouw aan te passen door een gang naar de voorzieningenrechter (eventueel die aan de Prinsengracht te Amsterdam). Een specifiek aandachtspunt is of een dergelijke – al dan niet statutair geregelde – vertraging wel te rijmen valt met de bestaande wettelijke ontslagregeling en verwante regelingen zoals art. 2:110/220 BW en art. 2:114a/224a BW, die van dwingend recht zijn. Die problematiek terzake (ii) stipte ik aan in nr. 2.2 en 3.2.3. *Ten derde* het verbinden van de voorwaarde aan ontslag door de algemene vergadering dat dit de steun geniet van een of meer derden (zoals een ander vennootschappelijk orgaan).³⁰³ Het gaat dan in wezen om een oligarchische clausule (zie nr. 2.1). Ik vraag mij heel sterk af of het in de statuten neerleggen van een dergelijk voorstel- of goedkeuringsvereiste te rij-

³⁰⁰ Zie ook *best practice* bepaling IV.1.1 van de *Corporate Governance Code* 2008.

³⁰¹ Zie o.a. Den Boogert 2007, p. 149-153 (en zijn discussie met Winter op p. 164, die daarbij verwijst naar Winter/Van Ginneken 2000, p. 325-342).

³⁰² Zie *best practice* bepaling II.1.9 van de *Corporate Governance Code* 2008.

³⁰³ Zie o.a. De Kluiver 2009b, p. 19.

men valt met de ratio van art. 2:134/244, 2:144/254 en 2:161a/271a BW. Zo volgt uit art. 2:134/244 BW dat iedere bestuurder ‘te allen tijde’ kan worden ontslagen door de algemene vergadering (indien haar ook de benoemingsbevoegdheid toekwam), zal hetzelfde moeten gelden voor een commissaris en maakt de wetsgeschiedenis van art. 2:161a/271a BW duidelijk dat als sprake is van de in die bepaling bedoelde vertrouwensbreuk, in beginsel ‘handhaving van de commissarissen niet van de aandeelhouders kan worden verlangd.’³⁰⁴ Het gaat hier niet om een situatie waarin niet buiten de algemene vergadering om besloten kan worden, zoals bij – kort gezegd – structuurwijzigingen (zie nr. 2.1), maar waarin de aandeelhouders direct een bepaald doel kunnen verwezenlijken met hun besluitvorming. Aan het eerste staat een oligarchische regeling normaliter niet in de weg, aan het tweede wel, zo zou ik menen; dat acht ik problematisch. Indien een of meer commissarissen als derden worden aangewezen helpt de regeling hoe dan ook niet bij art. 2:161a/271a BW. Het neerleggen van een dergelijke regeling in de Nederlandse *corporate governance* code lijkt wellicht wat beter te verdedigen, maar daarbij speelt dat de code alleen gericht is aan beursvennootschappen, terwijl de status en mate van afdwingbaarheid van een dergelijke regeling gelet op het voorgaande twijfelachtig blijven. Ook dat spreekt mij niet erg aan.³⁰⁵

Maar wat nu als bijvoorbeeld ondanks de aanwezige stem- en/of quorumdrempel(s) aandeelhouders doorzetten, op zich voldoende draagvlak voor het ontslagvoorstel bestaat (ontstaat) en de dreiging van een ontslagbesluit reëel wordt? Daarmee raken we aan de kern van de materie. Ik onderzoek hier twee vragen. *Ten eerste*: wanneer dient het aanwenden van de ont-

³⁰⁴ *Kamerstukken I* 2003/04, 28 179, B, p. 20. Zie ook Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 510: ‘Evenals bij de bestuurders, is onzes inziens ten aanzien van de commissarissen niet mogelijk een statutaire bepaling waarin met betrekking tot een besluit tot schorsing of ontslag de goedkeuring of het voorstel wordt geëist van een vennootschappelijk orgaan of van derden’ en Assink 2009a, p. 47.

³⁰⁵ In de VS wordt veel gewerkt met *staggered boards* (of: *classified boards*). Zie, naast *section* 8.06 MBCA 2008, bijvoorbeeld *section* 141(d) DGCL 2009 waaruit – kort gezegd – volgt dat de vennootschap kan opteren voor een *board of directors* die uit maximaal drie klassen van *directors* bestaat, waarbij steeds jaarlijks een derde van de *directors* wordt (her)benoemd voor een periode van drie jaar. Een aandeelhouder die graag macht binnen de *board* verkrijgt, zal gedurende ten minste twee verkiezingsrondes ‘zijn’ bestuurders benoemd moeten zien te krijgen, een kostbare en moeizame aangelegenheid. Gecombineerd met een gifpilconstructie werkt een dergelijke getrapte bestuursstructuur als een formidabele beschermingsmaatregel. Ik wijs er wel op dat *directors* niet mogen chicaneren met de wettelijk toegelaten mogelijkheid voor aandeelhouders om nieuwe bestuurders te benoemen of zittende bestuurders te ontslaan. Daaraan wordt bepaald strikt de hand gehouden door de Delaware *Chancery Court*, zoals wordt geïllustreerd door *Mercier v. Inter-Tel (Delaware), Inc.*, C.A. No. 2226-VCS (Del. Ch. 2007), met een schitterende analyse over toepasselijke toetsingsnormen (*standards of review*). Zie Assink 2007, p. 364.

slagbevoegdheid door de aandeelhouders af te stuiten op art. 2:8 BW (althans art. 3:13 BW)? Of met andere woorden: wanneer is aanwending van die bevoegdheid in strijd met eisen van verantwoord aandeelhouderschap? *Ten tweede*: wat is de meest praktische handelwijze voor bestuurders en commissarissen die menen dat de aandeelhouders deze ontslagbevoegdheid op onverantwoorde wijze zullen aanwenden en dat wensen te voorkomen?

Wat betreft de *eerste* vraag zie ik, afgezien van formele gebreken,³⁰⁶ op hoofdlijnen drie zelfstandige gronden die de conclusie kunnen rechtvaardigen dat een ontslagbesluit de toets van art. 2:8 BW niet kan doorstaan. De *eerste* grond is het ontbreken van een vertrouwensbreuk, zoals die geacht moet worden ten grondslag te liggen aan de in art. 2:134/244, 2:144/254 en 2:161a/271a BW vervatte ontslagbevoegdheid van de algemene vergadering. Daarmee bedoel ik dat een rechtens te honoreren vertrouwensbreuk geen puur subjectief begrip is; de door de aandeelhouders gepercipieerde vertrouwensbreuk moet niet geheel ‘losgezongen’ zijn van de feitelijke situatie en/of het vigerende Nederlandse model van ondernemingsbestuur. Er zit ook een objectief in te kleuren rand aan (althans die zou er aan moeten zitten). Zo zou ik in beginsel geen rechtens te honoreren vertrouwensbreuk willen aannemen, indien de aandeelhouders het aangevoerde verdwijnen van het vertrouwen bijvoorbeeld daarop baseren dat het bestuur consequent weigert zich primair te richten op de behartiging van aandeelhoudersbelangen op de kortere termijn. Dát richtsnoer past niet bij het door bestuurders en commissarissen tot uitgangspunt te nemen belang van de vennootschap, zodat een vertrouwensbreuk daarmee niet rechtens houdbaar te motiveren valt (zie nr. 1.2, 2.2 en 3.1.1-3.1.2). De *tweede* grond is het rauwelijks aansturen op ontslag, dus zonder bereidheid tot het kennismaken van de wederzijdse standpunten c.q. het aangaan van een constructieve dialoog, daarbij niet in aanmerking nemend hoe het beoogde ontslag zal uitwerken voor andere institutioneel betrokkenen. Op deze wijze dient de bevoegdheid tot ontslag van bestuurders of commissarissen evenmin in stelling te worden gebracht, ongeacht of op zichzelf en objectief gezien een vertrouwensbreuk aangenomen zou kunnen worden (zie nr. 3.2.3).³⁰⁷ De *derde* grond is het voorzienbaar onevenredig benadelend/ontwrichtend uitwerken van het voorgenomen

³⁰⁶ Zoals gevallen waarin de algemene vergadering niet juist bijeengeroepen is, de betreffende bestuurders of commissarissen niet zijn gehoord door de algemene vergadering of de bestuurders en commissarissen als zodanig geen raadgevende stem hebben gehad in de algemene vergadering (art. 2:117/227 lid 4 BW). Zie o.a. HR 10 maart 1995, *NJ* 1995, 595 (*Janssen Pers/Janssen*), r.o. 3.5.1. Art. 2:161a/271a BW bevat aanvullende vereisten. Het ligt niet in de rede dat professioneel georganiseerde en opererende aandeelhouders die nauwgezet aansturen op ontslag van een of meer functionarissen verzuimen de nodige procedure-eisen in acht te nemen, maar ondenkbaar is het niet.

³⁰⁷ Ik wijs op de lezenswaardige slotopmerkingen van Kemperink 2007, p. 123-125.

ontslag van bestuurders of commissarissen voor de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming, althans een of meer institutioneel betrokkenen. Hieraan doet niet af dat de aandeelhouder(s) bereidheid heeft (hebben) getoond tot het voeren van een constructieve dialoog of dat op zichzelf en objectief bezien een vertrouwensbreuk aangenomen zou kunnen worden. Deze benadering biedt bescherming tegen het té eenvoudig kunnen ontslaan van bestuurders of commissarissen, en daarmee een waarborg voor behartiging van het belang van een gezonde continuïteit van de onderneming op de langere termijn (waarop deze functionarissen zich, mét inachtneming van belangen van betrokkenen (*waaronder* de aandeelhouders), bij hun taakvervulling primair dienen te richten).

Samenvattend: als een gefundeerde vertrouwensbreuk aangenomen kan worden, de aandeelhouders die aansturen op ontslag hebben opengestaan voor serieus overleg en het voorgenomen ontslag niet voorzienbaar tot onaanvaardbare gevolgen leidt voor de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming (althans bepaalde institutioneel betrokkenen), zie ik niet goed in hoe het ontslagbesluit – dat geen formele gebreken kent en overigens oprechtsgeldige wijze wordt genomen – nog kan afstuiten op art. 2:8 BW.³⁰⁸ Verandert het perspectief wezenlijk wanneer het gaat om de bevoegdheid van de raad van commissarissen van een structuurvennootschap om een of meer bestuurders te ontslaan? Ik zie eigenlijk niet zoveel aanknopingspunten voor bevestigende beantwoording.

Dit brengt mij bij de *tweede* vraag. Menen bestuurders en commissarissen dat de aandeelhouders de ontslagbevoegdheid niet op verantwoorde wijze zullen aanwenden en wensen zij dat te voorkomen, dan kan er met een beroep op art. 2:8 BW voor worden gekozen geen algemene vergadering bijeen te roepen – als dat niet reeds is geschied – althans niet mee te werken aan het agenderen van het ontslagbesluit, waarbij ik aanteken dat de statuten dienaangaande een eigen regeling kunnen bevatten (zie art. 2:110/220 en 2:114a/224a BW). Of dit werkelijk helpt is zeer de vraag; het conflict zal waarschijnlijk escaleren en uitmonden in een gerechtelijke procedure, geëntameerd door de gedwarsboomde aandeelhouders. Gelet hierop zal de meest geëigende oplossing mijns inziens door de bank genomen vooral bestaan uit

³⁰⁸ Zie o.a. OK 10 december 2008, *JOR* 2009/38 (*Amsterdamsche Huizenhandel en Administratiemaatschappij*), r.o. 3.15-3.17, OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), r.o. 3.14-3.21, OK 10 maart 2000, *JOR* 2000/100 (*Nedbel Holdings*), r.o. 3.2 en OK 25 februari 2000, *JOR* 2000/75 (*Medisch Centrum voor Esthetische Geneeskunde*), r.o. 3.6. Ik wijs ook op de strekking van art. 2:336 BW en art. 3:13 BW, die van belang zijn voor de toepassing van art. 2:8 BW in het onderhavige verband, en op Van den Ingh 2000, p. 208. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 37 stelt dat aan het ontslag van commissarissen door de algemene vergadering bij beursvennootschappen in de praktijk ‘zwarte eisen’ worden gesteld door de rechter, onder verwijzing naar de *Stork* en *ASM International* kwesties. Die conclusie is mij wat te kort door de bocht.

het (direct) adiëren door de vennootschap van de Ondernemingskamer door het entameren van een enquêteprocedure, met als verzoek (in de huidige opzet van het enquêterecht):

- (a) het treffen van een of meer onmiddellijke voorzieningen ex art. 2:349a lid 2 BW om de dreigende onverantwoorde aanwending van de ontslagbevoegdheid te voorkomen; en
- (b) een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken dienaangaande binnen de vennootschap.

Oordeelt de Ondernemingskamer al dan niet voorshands dat een of meer van voornoemde drie gronden aanwezig zijn,³⁰⁹ hetgeen doorgaans gepaard zal gaan met een sterk conflictueuze situatie binnen c.q. tussen vennootschapsorganen, dan zal al snel (i) sprake zijn van gegronde redenen om aan een juist beleid van de vennootschap te twijfelen, (ii) voldoende noodzaak bestaan – alle relevante belangen in acht nemend – voor het treffen van een onmiddellijke voorziening en (iii) een onderzoek desnodig geïndiceerd zijn (zie nr. 2.2). Eenzelfde systematiek wordt al langer gehanteerd wanneer het bestuur – met instemming van de raad van commissarissen – een beschermingsmaatregel treft ter afwering van een als vijandig bestempelde overname van de controle over de vennootschap (via de algemene vergadering) door een minderheidsaandeelhouder of een zuivere derde. In dergelijke geschillen beslist doorgaans uiteindelijk een buitenstaander en veelal de rechter (lees: de Ondernemingskamer).³¹⁰ Zo:

- (a) hoeven bestuurders en commissarissen bij dergelijke conflicten niet met het mes van ontslag op de keel te opereren, omdat een rechterlijke beoordeling zal kunnen plaatsvinden (ruim) voordat besluitvorming heeft plaatsgevonden (zodat een *fait accompli* wordt vermeden); en

³⁰⁹ Mijns inziens sluit het wettelijke systeem niet uit dat de rechter de aanwezigheid van deze drie gronden beziet, al is de wetsgeschiedenis niet glashelder; zie *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 38-41, *Kamerstukken II* 2002/03, 28 179, nr. 31, p. 8 en *Kamerstukken I* 2003/04, 28 179, B, p. 20-23 en D, p. 9-10. Daaraan is inherent een gerichte inhoudelijke beoordeling van het voorgenomen ontslagbesluit zoals hier voorgestaan. Zie ook o.a. OK 19 december 2000, *JOR* 2001/2 (*Uni-Invest*), r.o. 3.16-3.17. Ik proef eenzelfde opvatting bij Hammerstein 2008, p. 107 en Kemperink 2007, p. 122-123 (al vind ik zijn betoog wat lastig te doorgronden). Zie ook Van der Staay 2007, p. 250-251 met verwijzingen.

³¹⁰ Zie o.a. Hermans 2009, p. 1303 en Winter 2007, p. 131: ‘Wat in het Nederlandse systeem opvalt is dat bij een overnamegevecht of een ander fundamenteel conflict over de toekomst van de vennootschap tussen aandeelhouders en bestuur/raad van commissarissen er niet een duidelijke regel is die bepaalt wie de doorslaggevende stem heeft. Het Nederlandse model is dat in een dergelijk geval de beslissing wordt overgelaten aan een buitenstaander.’

- (b) hoeven zij daarbij geen toevlucht te nemen tot beschermingsconstructies die veelal jaren geleden zijn opgezet om primair een als vijandig aangemerkte plotselinge overname te kunnen voorkomen³¹¹ (en waarbij de handelingen van de potentiële overnemer ‘over de vennootschap heen gaan’), teneinde bepaalde onwenselijk geachte gevolgen af te wenden en eventueel *indirect* de kwestie voor te kunnen – laten – leggen aan de Ondernemingskamer in een door de gedwarsboomde aandeelhouders aanhangig gemaakte enquêteprocedure, waarbij de discussie dan niet meer geheel draait om de kern van de kwestie, maar vertroebeld wordt door dat beschermingsaspect.

Hiervoor is dan wel vereist dat ook de vennootschap, normaliter vertegenwoordigd door het bestuur (althans een of meer bestuurders), de Ondernemingskamer *kán* adiëren. Thans is dat nog niet mogelijk – anders dan via de u-bocht van art. 2:346 sub c BW – gelet op art. 2:346 BW en rechtspraak van de Hoge Raad,³¹² maar deze faciliteit kan wel eenvoudig worden meegenomen bij de aangekondigde herziening van het enquêterecht (zie nr. 2.2).³¹³ Dát lijkt mij in ieder geval een nuttige aanpassing.

3.3.3 DOOR DE ONDERNEMER AAN DE ONDERNEMINGSKAMER

Rechterlijke toetsing van het handelen en nalaten van bestuurders en commissarissen is een fascinerend fenomeen (en naar ik beken een persoonlijk stokpaardje), dat waar het gaat om gevoerd ondernemingsbeleid wel als één van de moeilijkste vraagstukken van het ondernemingsrecht wordt betiteld.³¹⁴ De Ondernemingskamer komt er met regelmaat mee in aanraking, vooral op het gebied van het enquêterecht (zie nr. 2.2). Naar de aard ervan speelt het ook daarbuiten een belangrijke rol, niet alleen buiten het enquêterecht, bijvoorbeeld in de context van bestuurdersaansprakelijkheid, maar ook buiten Nederland. Ik spits mij hier toe op het enquêterecht, omdat vooral daarin de beoordeling van beleid centraal staat (en niet ook de allocatie van vermogensrechtelijke schade). De moeilijkheid schuilt met name in de

³¹¹ Dit wringt wat. Ik leid dat ook af uit OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*). Zie voor een recenter geval OK 5 augustus 2009, *LJN* BJ4688, OK 13 mei 2009, *JOR* 2009/163 en OK 20 mei 2008, *JOR* 2008/158 (*ASM International*).

³¹² HR 1 februari 2002, *NJ* 2002, 225 (*De Vries Robbé Groep*).

³¹³ Het is uiteraard denkbaar dat ook een andere partij als verzoeker optreedt, bijvoorbeeld een aandeelhouder die zich niet kan vinden in het dreigende ontslag van bestuurders of commissarissen. Het omgekeerde is ook denkbaar, bijvoorbeeld wanneer een meerderheidsaandeelhouder (die bestuurder is) de minderheid (die de bestuurder wil ontslaan vanwege misdragingen) overstemt, waarop laatstgenoemde de gang naar de Ondernemingskamer maakt.

³¹⁴ Zie Timmerman 2008b, p. 409.

objectieve variant, waarbij niet de subjectieve overtuiging van de ondernemer maatgevend is, maar als ‘maatman’ een functioneel vergelijkingstype wordt gehanteerd, in essentie: de redelijk handelende en redelijk bekwame ondernemer (zie nr. 3.2). De hamvraag luidt dan telkens hoe terughoudend de rechter zich dient op te stellen, hoeveel ruimte de ondernemer moet worden gelaten, of in weer andere woorden en vertaald in de traditionele terminologie uit het Nederlandse ondernemingsrecht: hoe ‘marginaal’ de toets dient te zijn? Ik richt mij hierna korthedshalve op het bestuur, de primaire ondernemer in het Nederlandse model van ondernemingsbestuur (zie nr. 3.1.1 en 3.2.1). Het ligt niet voor de hand dat de raad van commissarissen onder vuur komt als het bestuur zich verantwoord heeft gedragen. Onverantwoord toezicht vereist in de regel onverantwoord bestuur, terwijl gevallen waarin alleen het eerste speelt in de praktijk niet aan de rechter plegen te worden voorgelegd (als ze al voorkomen).

De machts- en vertrouwenspositie van het bestuur binnen de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming brengt mee dat hij, zo het tot een gerechtelijke procedure komt, tegenover de rechter verantwoording moet kunnen afleggen over de wijze waarop vorm en inhoud is gegeven aan het vennootschappelijk en ondernemingsbeleid (zie nr. 1.2). Hier bestaat een even evident als onvermijdelijk spanningsveld, nu het in versterkte mate afleggen van verantwoording door het bestuur tegenover de rechter noodzakelijkerwijs ten koste gaat van de aan het bestuur toekomende beleidsvrijheid, en *vice versa*. Het vinden van de juiste balans tussen bestuurlijke beleidsvrijheid en bestuurlijke verantwoording tegenover de rechter – of: rechterlijke toetsingsvrijheid – vormt binnen het internationale vennootschapsrecht een (twist)punt van voortdurende aandacht.³¹⁵ De nadruk ligt daarbij in wezen op enerzijds het bevorderen van waardecreërend bestuurlijk gedrag en anderzijds het voorkomen van waardevernietigend bestuurlijk gedrag; vennootschap en onderneming zijn bij beide gebaat. Bainbridge verwoordt het aldus dat *‘[a]chieving an appropriate mix between these competing goals is a daunting – but necessary – task. (...) there is an inescapable tension between authority and accountability. The more you try to hold decision makers to account, the more you interfere with their decision-making process. The more discretion you give decision makers, the less accountable they become. The task for corporate law makers is to find a happy medium that carefully balances these competing values. (...) Neither discretion nor*

³¹⁵ Zie in Delaware o.a. *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003) en *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d 1118 (Del. 2003): *‘The ‘defining tension’ in corporate governance today has been characterized as “the tension between deference to directors’ decisions and the scope of judicial review”’* verwijzend naar Veasey 1998, p. 695: *‘The tensions between deference to director flexibility in decisionmaking and the need for judicial oversight are often defining tensions’* en Veasey 1997, p. 403.

*accountability can be ignored, because both promote values essential to the survival of business organizations.*³¹⁶ Dit centrale spanningsveld openbaart zich logischerwijs vooral bij het ondernemingsbeleid, specifiek bij de vraag of dat beleid op objectief zorgvuldige wijze³¹⁷ is gevoerd. Juist dáár verschijnt voornoemde ‘maatman’ ten tonele.

Toetsing van ondernemingsbeleid aan zorgvuldigheid speelt in het enquêterecht hoofdzakelijk op twee momenten een rol: (i) als moet worden beslist op het verzoek tot toewijzing van een enquête, waarvoor ten minste vereist is dat gegronde redenen bestaan om aan een juist beleid van de vennootschap te twijfelen als bedoeld in art. 2:350 BW,³¹⁸ en (ii) als moet worden beslist op het verzoek tot vaststelling van wanbeleid op de voet van art. 2:355 BW (zie nr. 2.2). Hoewel het hier gaat om twee zelfstandige verzoeken in twee verschillende maar verbonden procedures,³¹⁹ dient de Ondernemingskamer in beide gevallen – zo dit aan de orde wordt gesteld door de verzoeker – vanuit juridisch perspectief een objectief oordeel te velen over het ondernemingsbeleid. Zij dient daar dan iets van te vinden. Hoe ziet een juiste balans er dan uit? Vanwege de beschikbare ruimte kader ik het onderwerp nader in. Ik beperk mij tot rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met ondernemingsbeleid in de zin van ‘pure’ zakelijke beleidsafwegingen. In de kern een vraagstuk van doelmatigheid, waarbij het spanningsveld zich sterk doet voelen.³²⁰ Daarbij neem ik aan dat van het bestuur wordt verwacht, zoals vereist door het algemene vereiste van zorgvuldig gedrag (zie nr. 1.2 en 3.2-3.2.1), dat hij op geïnformeerde en doordachte wijze handelend (dit betreft de voorbereiding) telkens die zakelijke beleidsafweging maakt waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat (dit betreft de inhoud). Dit zijn de gedragsnormen. Hierbij dient het bestuur een objectief redelijke mate van zorg te betrachten. Ten slotte abstraheer ik van de vraag wanneer sprake is van ‘gegronde redenen

³¹⁶ Bainbridge 2008, p. 107-108, 112.

³¹⁷ Te onderscheiden van de vraag of het bestuur ook op loyale wijze heeft geopereerd, dat wil zeggen: op subjectief *bona fide* wijze invulling heeft gegeven aan de taakopdracht jegens de vennootschap (zie nr. 3.2). Ik ga er verder van uit dat het bestuur voorshands als loyaal aangemerkt kan worden. Zie Assink 2007, nr. 34.

³¹⁸ Een – voorlopig – oordeel daarover is ook van belang bij een verzoek tot het treffen van een of meer onmiddellijke voorzieningen ex art. 2:349a lid 2 BW. Zie o.a. HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 (*Koninklijke DSM*), r.o. 3.6.

³¹⁹ Zie met name HR 8 april 2005, *NJ* 2006, 443 (*Laurus*), r.o. 3.7 met verwijzingen.

³²⁰ Aldus blijven bijvoorbeeld buiten beschouwing gevallen waarin (i) de zakelijke beleidsafweging tevens behelst de achterstelling van één of meer deelbelangen, ongelijke behandeling van in gelijke omstandigheden verkerende aandeelhouders of het niet honoreren van gewekte gerechtvaardigde verwachtingen en (ii) de vraag luidt of die achterstelling/behandeling/schending objectief gezien (niet dis)proportioneel c.q. (niet on)redelijk is. Zie Assink 2007, nr. 39.

om aan een juist beleid te twijfelen', 'onjuist beleid' en 'wanbeleid'; kernbegrippen in het enquêterecht.³²¹ Deze vraag, die op zich van groot belang is, dient te worden onderscheiden van de vraag die hier centraal staat: hoe dient, in beginsel, de Ondernemingskamer het ondernemingsbeleid objectief te toetsen?

Het komt uit praktisch en principieel oogpunt juist voor om tot uitgangspunt te nemen dat waar het gaat om ondernemingbeleid, de bestuurlijke beleidsvrijheid leidend is en voor de Ondernemingskamer slechts een beperkte marge voor toetsing resteert ten aanzien van het relevante bestuurlijk gedrag: hier geldt 'in beginsel beperkte toetsing'. Dat hier enige mate van toetsing resteert is onvermijdelijk, mede gelet op de grondslag van het enquêterecht, de verwachtingen die de maatschappij heeft omtrent verantwoord ondernemingsbestuur en de extern toezichthoudende rol daarbij van de rechterlijke macht.

Dit wordt al lang onderkend. 'In ons economisch stelsel waarin de produktie in hoofdzaak in particuliere ondernemingen geschiedt, heeft de ondernemer behoefte aan een grote mate van vrijheid; hij immers bepaalt binnen de perken van het maatschappelijk bestel welke goederen in zijn onderneming zullen worden voortgebracht en hij kiest de middelen en de werkwijze. Een hoge mate van vrijheid vereist een hoge mate van verantwoordelijkheidsgevoel tegenover degenen die hun arbeidskracht of vermogen voor het produktieproces in de onderneming beschikbaar stellen. Men mag aannemen dat in het algemeen de Nederlandse ondernemer deze verantwoordelijkheid juist aanvoelt, dit neemt niet weg, dat een rechtsorde die aan onze economische orde beantwoordt, de mogelijkheid tot opening van zaken moet verschaffen, wanneer twijfel aan het beleid in een onderneming rijst, en de mogelijkheid tot correctie, wanneer die twijfel gegrond blijkt. Een zodanige waarborg is gelegen in de toepassing van het zgn. enquêterecht (...).'³²²

Daarbij past niet goed dat de subjectieve perceptie van het ondernemende bestuur maatgevend is. Maar cruciaal blijft het besef dat de rechter zichzelf bij een dergelijke toetsing van ondernemingsbeleid in acht dient te nemen. Een correctie op dit uitgangspunt is aangewezen zodra het bestuur niet meer neutraal kan optreden, omdat het wordt geraakt door een dusdanig persoonlijk belang dat niet parallel loopt met het belang van de vennootschap dat het *risico* van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap zich verwezenlijkt. Dan wordt het gevaar van waardevernietigend bestuurlijk gedrag immers manifest en dient de rechter, ter bescherming van de ven-

³²¹ Zie daarover Assink 2007, hfdst. V-VI.

³²² *Kamerstukken II* 1967/68, 9596, nr. 3, p. 4.

nootschap, in beginsel juist streng voor het bestuur te toetsen.³²³ Voor de argumenten die ik onderscheid ten faveure van een royale mate van bestuurlijke beleidsvrijheid, en daarmee voor een ‘in beginsel beperkte toetsing’ van ondernemingsbeleid door de rechter, verwijs ik naar mijn proefschrift.³²⁴ Een kernaspect wordt verwoord door Arrow, waar hij stelt dat ‘*[i]f every decision of A is to be reviewed by B, then all we have really is a shift in the locus of authority from A to B and hence no solution to the original problem.*’³²⁵ Dit is weinig praktisch.

Hoe gaat de Ondernemingskamer met deze problematiek om? De relevante rechtspraak overziend vallen drie aspecten op. *Ten eerste* dat de Ondernemingskamer zich er, door de bank genomen, redelijk bewust van is dat aan rechterlijke toetsing van ondernemingsbeleid haken en ogen zitten. Zo onderkent zij (i) dat het gevaar van wijsheid achteraf bestaat (waarvoor gewaakt dient te worden; zie nr. 3.2.1),³²⁶ (ii) dat het bestuur als ondernemer een relatief autonome positie inneemt binnen de vennootschap³²⁷ en (iii) dat een bepaald geschil zich (nog) niet kan lenen voor behandeling in een enquêteprocedure, omdat de algemene vergadering het eerst aangewezen forum is voor het voeren van de discussie.³²⁸ Toch weerhoudt dit er de Ondernemingskamer niet van het ondernemingsbeleid soms diepgravend te

³²³ Hierbij past dat dan van het bestuur, in termen van de gedragsnorm, ook een verhoogde mate van zorgvuldigheid wordt verwacht. Zie recent o.a. OK 17 februari 2009, *ARO* 2009, 45 (*Butôt O.G. Holding*), r.o. 3.10 e.v. en minder recent o.a. OK 3 december 1987, *De NV* 1988, 78 (*Ogem Holding*) en OK 26 mei 1983, *NJ* 1984, 481 (*Linders Beheer*), r.o. 4. Ik ga er verder van uit dat het bestuur als neutraal aangemerkt kan worden. Zie daarover, naast noot 213, Assink 2007, nr. 38.e-f.

³²⁴ Assink 2007, hfdst. I.

³²⁵ Zie Bainbridge 2008, p. 113 die voortbouwt op het imposante werk van K.J. Arrow. Verder nog gaat Judge Posner in *Dynamics Corporation of America v. CTS Corp.*, 794 F.2d 250 (7th Cir. 1986) waar hij opmerkt dat rechterlijke toetsing van door bestuurders gemaakte zakelijke beleidsafwegingen ‘*makes directors overcautious, makes people reluctant to serve as directors, drives up directors’ fees and officers’ and directors’ liability insurance rates, and leads boards of directors to adopt ponderous, court-like procedures.*’

³²⁶ Zie o.a. OK 17 april 2008, *ARO* 2008, 85 (*ABN Amro Holding*), r.o. 3.14, 3.23, OK 2 september 2004, *JOR* 2004/271 (*Getronics*), r.o. 3.28, OK 20 april 1995, *NJ* 1996, 168 (*Noro-Nachtegaal*), r.o. 5.1, OK 7 december 1989, *NJ* 1990, 242 (*Verenigde Bedrijven Bredero*), r.o. 4.2.3.1 en OK 3 mei 1972, *NJ* 1973, 7. Minder genuanceerd zijn OK 3 januari 2006, *JOR* 2006/44 (*LCI-Technology Group*), r.o. 3.4 en OK 5 januari 1995, *NJ* 1995, 311 (*Vérto*), r.o. 4.2.2. Zie ook HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (*Ogem Holding*), r.o. 7.3.

³²⁷ Zie o.a. OK 20 mei 2008, *ARO* 2008, 106 (*ASM International*), r.o. 3.1, OK 3 mei 2007, *ARO* 2007, 79 (*ABN AMRO Holding*), r.o. 3.17, OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), r.o. 3.14 en in rudimentaire vorm OK 4 juli 2001, *JOR* 2001/149 (*HBG*), r.o. 3.5. Ik laat dan buiten beschouwing dat zij soms ontoelaatbare beperkingen op dat primaat aanbrengt. Zie met name HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN Amro Holding*) en HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 (*HBG*).

³²⁸ Zie o.a. OK 21 maart 2007, *ARO* 2007, 66 (*Kel Development*), r.o. 3.6, OK 13 maart 2003, *JOR* 2003/85 (*Corus Nederland*), r.o. 3.13, OK 26 juni 2002, *ARO* 2002, 146 (*Laurus*), r.o. 3.11 en OK 19 december 2000, *JOR* 2001/2 (*Uni-Invest*), r.o. 3.16-3.17.

analyseren, voorzien van een zowel uitvoerige als minutieuze (af)weging van alle kwantitatieve en kwalitatieve beleidsaspecten.³²⁹ *Ten tweede* dat de Ondernemingskamer bij de daadwerkelijke toetsing niet altijd een even consistente koers vaart, al valt met enige goede wil een rode draad te ontwaren. Niet zelden toetst zij de inhoud – te onderscheiden van voorbereidingsaspecten – van het ondernemingsbeleid kenbaar aan de objectieve (on)redelijkheid van het bestuurlijk gedrag.³³⁰ Daar staan diverse uitspraken tegenover, waarin de Ondernemingskamer een afwijkende koers lijkt te volgen en op zijn minst onduidelijk is welke maatstaf de Ondernemingskamer nu eigenlijk beoogt te hanteren. Soms ontwijkt zij daarbij de objectieve analyse, bijvoorbeeld door te leunen op de klaarblijkelijke subjectieve goede trouw van het bestuur of op opvattingen van derden.³³¹ Dit is een uitgeholde wijze van beperkte toetsing; gaat de rechter verder, dan blijft er niets over. Mogelijk legt de Ondernemingskamer hier in wezen toch een objectieve redelijkheidstoets aan, zij het – om welke reden dan ook – in verdeckte vorm.³³² Die benadering, een gangbare en binnen het Nederlandse ondernemingsrecht van oudsher gehanteerde vorm van ‘marginale’ toetsing,³³³ lijkt toch wel de constante factor in het toetsingsbeleid van de Ondernemingskamer door de jaren heen (zie ook het derde aspect), al biedt dat beleid een meanderend beeld, althans waar het gaat om *inhoudelijke* toetsing van ondernemingsbeleid. Ten aanzien van de *voorbereidende* aspecten van het ondernemingsbeleid, waaronder de mate waarin het bestuur zich heeft geïntformeerd alvorens de zakelijke beleidsafweging te maken (zie nr. 3.2.1), lijkt de Ondernemingskamer een veel minder terughoudende koers te varen en zich niet te beperken tot een toetsing aan de objectieve (on)redelijkheid van het bestuurlijk gedrag.³³⁴ *Ten derde* dat de Ondernemingskamer meer recent

³²⁹ Illustratief is en blijft OK 21 januari 2002, *JOR* 2002/28 (*HBG*), r.o. 3.5-3.35(!).

³³⁰ Zie o.a. OK 17 april 2008, *ARO* 2008, 85 (*ABN Amro Holding*), r.o. 3.22 e.v., OK 15 maart 2005, *ARO* 2005, 41 (*EMBA*), r.o. 3.11, OK 13 maart 2003, *JOR* 2003/85 (*Corus Nederland*), r.o. 3.3, OK 21 januari 2002, *JOR* 2002/28 (*HBG*), r.o. 3.6 en OK 7 december 1989, *NJ* 1990, 242 (*Verenigde Bedrijven Bredero*), r.o. 4.7.2.3.

³³¹ Zie o.a. OK 28 december 2006, *ARO* 2007, 7 (*KPNQwest*), r.o. 3.14 en OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), r.o. 3.17. Zie ook o.a. OK 21 juni 2007, *JOR* 2007/201 (*The Greenery*), r.o. 3.11 (waarin wordt verwezen naar een abstract ‘terrein van de beleidsvrijheid van het bestuur’) en OK 8 december 2006, *JOR* 2007/41 (*Versatel Telecom International*), r.o. 3.12, 3.28.

³³² Zie o.a. OK 16 oktober 2003, *JOR* 2003/260 (*Laurus*), r.o. 3.4, OK 7 maart 1996, *JOR* 1996/23 (*Verto*), r.o. 4.3.1 en OK 21 juni 1979, *NJ* 1980, 71 (*Batco Nederland*), r.o. 3 e.v., waarin de Ondernemingskamer enigszins impliciet maar duidelijk een objectieve toets hanteert. Zie ook Willems 2000b, 12, deze slotsom ondersteunend.

³³³ Zie o.a. reeds HR 21 mei 1943, *NJ* 1943, 484 en HR 13 februari 1942, *NJ* 1942, 360 (*Baus/Apotheek en Drogisterij De Koedoe*) en Van der Grinten 1969, p. 122-123.

³³⁴ Zie o.a. OK 28 december 2006, *ARO* 2007, 7 (*KPNQwest*), r.o. 3.8-3.10, OK 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 (*Koninklijke Ahold*), r.o. 3.29-3.30 en OK 28 juni 2001, *JOR* 2001/148 (*De Vries Robbé Groep*), r.o. 3.11. Zie ook Assink 2007, nr. 4.a-c.

bij het vormgeven van het toetsingskader lijkt te zijn overgegaan op de hantering van een modelformulering, een standaardbenadering gebaseerd op de objectief ‘redelijk handelend bestuurder’ en een erg beknopte analyse. Ik zeg ‘lijkt’, omdat vooralsnog sprake is van een handvol relevante beschikkingen en het afwachten blijft of de Ondernemingskamer deze lijn voortzet.

Ik noem als voorbeeld haar *Lycos Europe*-beschikking:³³⁵ ‘(...) het bestuur was aangewezen als het orgaan dat het verkoopproces zou leiden. In hoeverre die leiding vanuit commercieel oogpunt juist of efficiënt is geweest, is vooral een kwestie van appreciatie en van ondernemersbeleid, in de beoordeling waarvan de Ondernemingskamer in beginsel en in casu niet zal treden nu zij noch in de gedingstukken noch in hetgeen ter terechtzitting is verhandeld enige aanwijzing heeft gevonden dat het bestuur zijn taak in dit opzicht heeft veronachtzaamd of miskend dan wel die taak overigens zodanig heeft vervuld dat geen redelijk handelend bestuurder de gevolgde werkwijze had kunnen kiezen met het oog op de belangen van de bij de (onderneming van) [sic] Lycos betrokkenen.’³³⁶

Dit is, uit het oogpunt van consistentie, op zichzelf een ontwikkeling ten goede; het toetsingsbeleid wordt zo minder grillig, wat de voorspelbaarheid – en daarmee het praktisch nut – van de rechtspraak op dit gebied bevordert. Dat is belangrijk. Ook de grondhouding van beperkte toetsing die hieruit blijkt komt juist voor. Toch blijven er nadelen kleven aan de door de Ondernemingskamer gekozen benadering, niet in de laatste plaats omdat de Ondernemingskamer nalaat inzichtelijk te maken hoe haar redenering precies loopt. Zij is op zoek naar aanwijzingen van ‘taakveronachtzaming’, ‘taakmiskening’, althans een ‘dusdanige’ taakvervulling dat ‘geen redelijk handelend bestuurder’ aldus had gehandeld, maar duister blijft om welke aanwijzingen het gaat en hoe die begrippen moeten worden verstaan. Hier is de motivering wel erg ondiep en dreigt deze te verworden tot dooddoener, tot een frase.³³⁷ Verlangen wij niet juist van de rechter dat deze aan zijn oordeel (ook) een begrijpelijke en ‘navoelbare’ motivering ten grondslag legt, aldus dat ook een relatieve buitenstaander de innerlijke consistentie van de redenering kan onderkennen en moet erkennen?

³³⁵ OK 17 februari 2009, *ARO* 2009, 44 (*Lycos Europe*), r.o. 3.5.

³³⁶ Zie in soortgelijke zin o.a. OK 16 maart 2009, *ARO* 2009, 56 (*Nedelko Holding*), r.o. 3.6 en OK 24 april 2009, *ARO* 2009, 64 (*Allstar Consulting Holding*), r.o. 3.9 (met slechts ondergeschikte tekstuele afwijkingen).

³³⁷ Zie o.a. Nieuwenhuis 1997, p. 111-112 over de door rechters moeilijk te weerstane verlokkingen van het apodictische syllogisme en Bartman/Dorresteyn 1985, p. 671 die de ‘objectieve redelijkheidstoets’ duiden als een uiterst rekbaar begrip dat voor ieder wat wils verschaft, als een *Generalklausel* waarmee de analyse van de situatie gemakkelijk ontvlucht kan worden (in die observatie schuilt een kwart eeuw later nog steeds veel waars).

Uit het voorgaande volgt dat de Ondernemingskamer op zich onderkent dat, waar het gaat om een objectieve waardering van ondernemingsbeleid, beperkte toetsing het uitgangspunt vormt; in ieder geval wat betreft de inhoudelijke aspecten. Dat is een belangrijk gegeven; wij wensen immers een rechtsstaat, geen rechtersstaat. Daarbij wordt in de regel een ‘marginale’ toets – of wat preciezer: een objectieve redelijkheidstoets – gehanteerd, al is de intensiteit van die toets lang niet altijd gelijk en is de motivering van de Ondernemingskamer in concrete gevallen lang niet altijd even inzichtelijk. Maar dat de Ondernemingskamer, onder het mom van een dergelijke toets, er soms niet voor terugdeinst ondernemingsbeleid in vergaande mate inhoudelijk te beoordelen, wordt geïllustreerd door de HBG-saga.³³⁸ De rekbaarheid van deze toets geeft de rechter die ruimte, zij het ook weer niet onbegrensd. Toetsing aan ‘redelijkheid’ is immers weinig sturend. Van der Grinten wees er op de kop af 40 jaar geleden al op dat naarmate de toetsingsnorm enger is, zij scherper kan worden geformuleerd en dat bij een ruime toetsingsnorm, zoals het niet in redelijkheid tot een beslissing kunnen komen, een vrij grote mate van vaagheid aanwezig is.³³⁹ Daarbij komt dat een objectieve redelijkheidstoets de ruimte laat aan de rechter om zich te begeven in kwesties rakend aan – kort gezegd – de objectieve ‘wenselijkheid’/‘verstandigheid’ van het ondernemingsbeleid, al is het maar op een relatief oppervlakkige wijze. Sterker nog, dat is welbeschouwd inherent aan deze maatstaf, zoals ook blijkt uit enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer.³⁴⁰ Maar bij gebreke aan heldere objectieve criteria gaat dat wel gepaard met een, tot op zekere hoogte, onvoorspelbaar en intuïtief kwaliteitsoordeel. Omdat de afbakening van de redelijkheidstoets onduidelijk is, heeft de grens tussen onbeperkte – of: volle – toetsing en ‘marginale’ toetsing in wezen een fluïde, ongrijpbaar karakter. Dat laatste wekt ook geen verbazing, omdat hetgeen rechtens van bestuurders wordt verwacht (een objectief redelijke mate van zorg; zie nr. 3.2) in wezen samenvalt met de wijze waarop de rechter toetst of bestuurders zich ondermaats hebben gedragen (objectieve redelijkheid). Doet dit allemaal nou wel voldoende recht aan de ratio van ‘in beginsel beperkte toetsing’ van ondernemingsbeleid, helpt hantering van een weinig gestructureerd begrip als ‘marginale’ toetsing nu echt een goede balans te vinden tussen bestuurlijke beleidsvrij-

³³⁸ Zie o.a. Bartman 2001, p. 435-436 die onder meer signaleert dat deze saga door in Nederland gevestigde ondernemers als bedreigend zal worden ervaren en dat de Ondernemingskamer zich dreigt te ontwikkelen tot ‘een soort nationaal bedrijfseconomisch controlebureau.’ OK 21 januari 2002, *JOR* 2002/28 (*HBG*) is op dit punt terecht kritisch ontvangen.

³³⁹ Van der Grinten 1969, p. 122-123.

³⁴⁰ Zie ook Bartman/Holtzer 2008, p. 64 die ronduit erkennen dat het huidige model neerkomt op ‘een marginale, maar inhoudelijke doelmatigheidstoetsing van het ondernemersoptreden *tout court*.’

heid en bestuurlijke verantwoording tegenover de rechter? Erg robuust en verhelderend oogt deze benadering niet. Hier valt een verbeterslag te maken, waarbij inspiratie te putten valt uit het – in Delaware ontwikkelde – *business judgment rule* leerstuk (hierna houd ik vast aan deze Engelse term, omdat een werkbaar Nederlands equivalent niet echt voorhanden is; dit betekent niet dat ik de invoering van de Delaware *business judgment rule* bepleit).

Een sterke kant van het leerstuk is dat dit de rechter, door verduidelijking van de sleutels waarin bestuurlijk gedrag in deze context getoetst kan worden, dwingt om (i) werk te maken van het vormgeven van gedragsnormen, (ii) zijn oordeel dieper te motiveren en (iii) daadwerkelijk beperkt te toetsen waar gerechtvaardigd (waardoor de rechter ook goed zal moeten motiveren waarom, in een voorkomend geval, minder beperkt getoetst kan worden), hetgeen (iv) ook de structuur, reproduceerbaarheid en voorspelbaarheid van het toetsingsproces bevordert. Dat biedt ook de praktijk meer houvast (zie nr. 3.2). De door dit leerstuk beoogde werkwijze is in die zin minder vrijblijvend voor de rechter dan het rommelige concept van ‘marginale’ toetsing, waarin tot op heden nauwelijks enige structuur is aangebracht in de rechtspraak. Ik kan niet inzien waarom het Nederlandse ondernemingsrecht en de praktijk daarbij niet gebaat zouden zijn.³⁴¹ Ik volsta hier met een beknopte omschrijving van de essentie van de beoogde verfijning (verbetering, zo men wil), omdat ik (i) dit leerstuk, (ii) die verfijning, (iii) de gronden daarvoor en (iv) de bepleite inpassing ervan in het enquêterecht (en de daarin gehanteerde kernbegrippen; zie nr. 2.2) elders al in detail uiteengezet heb.³⁴² Ik wil hier vooral onderstrepen, tegen de achtergrond van het voorgaande, dat de bezwaren die sommigen³⁴³ inmiddels hebben geopperd tegen de implementatie van een dergelijke verfijning – vooral naar aanleiding van het in nr. 2.2 genoemde SER-advies, hetgeen de zuiverheid van de discussie niet ten goede is gekomen – in ieder geval mij niet overtuigen en dus dat introductie van kort gezegd een Nederlandse *business judgment rule* in het enquêterecht mijns inziens in ieder geval niet dáárop zou moeten afstuiten. Let wel, het gaat om implementatie in de rechtspraak; introductie van deze werkmethode vergt geen complexe wetgevingsoperatie, de rechter kan dit toetsingsmodel simpelweg aanvaarden – en verder uitwerken – in de rechtspraak.

³⁴¹ Kennelijk anders – maar zonder motivering – Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 727.

³⁴² Zie met name Assink 2007 – waarin ik ook toepassing in art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW bepleit – met een synopsis in Assink 2008c.

³⁴³ Zie nader de kanttekeningen van de adviserende leden in het SER-advies, p. 54, vooruitlopend op dat advies Willems 2007 en nadien o.a. Bartman/Holtzer 2008, p. 63-64 (met een aanloopje van Holtzer 2008, p. 4), Mohr 2008, p. 355-356 (met mijn repliek in Assink 2008e) en Van Wijk 2009, p. 280-286. Er zijn overigens ook positief gestemde commentatoren. Zie o.a. Verbrugh/Timmerman 2009a, p. 152, Timmerman 2009, p. 11 en Timmerman 2008b, p. 409.

De portee van de verfijning is tweeledig. *Ten eerste* dient onderscheid te worden gemaakt in enerzijds bestuurlijke gedragsnormen en anderzijds rechterlijke toetsingsnormen (zie nr. 3.2).³⁴⁴ *Ten tweede* dient te worden onderkend dat gedragsnorm en toetsingsnorm uiteen kunnen lopen, kunnen divergeren (zie nr. 3.2). Zo ingewikkeld is dat allemaal niet. Normaliter mag van het op neutrale wijze ondernemende bestuur worden verwacht dat hij een objectief *redelijke* mate van zorg betracht. Onder de door mij voorgestane systematiek is de rechterlijke toetsing van dat gedrag evenwel begrensd tot een objectieve *irrationaliteit*stoets. Onredelijkheid en irrationaliteit liggen niet mijlenver van elkaar, maar dit zijn geen uitwisselbare grootheden. Toetsing aan redelijkheid is ruimer dan rationaliteit en strenger voor het bestuur. Bij irrationaliteit is onredelijkheid een gegeven, maar het omgekeerde gaat niet op. Redelijk gedrag is in dit verband niet alleen rationeel in de zin van logisch verklaarbaar, maar tevens per saldo – gelet op alle argumenten voor en tegen, al met al – afdoende verdedigbaar in de zin van objectief ‘wenselijk’/‘verstandig’. Eisenberg verheldert het aldus dat ‘[a] decision may be unreasonable, but not irrational, if there are good reasons for and against the decision, but under the circumstances a person of sound judgment, giving appropriate weight to the reasons for and against, would not have made the decision. Accordingly, a decision may be unreasonable even though it was supported by some affirmative reasons and therefore explicable, although on balance objectively undesirable. (...) Although (...) the rationality test has a bite, this standard of review is much easier to satisfy than a reasonability standard. To see how exceptional a rationality standard is, we need only think about the judgments we make in everyday life. It is common to characterize a person’s conduct as imprudent or unreasonable, but it is very uncommon to characterize a person’s conduct as irrational.’³⁴⁵ Toetsing aan irrationaliteit, dat een noodzakelijke mate van verantwoording door het bestuur impliceert, is tastbaarder en dwingt de rechter – mits zuiver toegepast – veel meer om behoedzaam te manoeuvreren dan een objectieve redelijkheidstoets. In mijn optiek leidt de vaststelling ‘irrationeel gedrag’ – alle omstandigheden indachtig – tot de slotsom dat het bestuur zich onzorgvuldig heeft gedragen. Daarbij bestaat de mogelijkheid dat de rechter ook concludeert dat het bestuur als disloyaal aangemerkt moet worden. Irrationaliteit kan dus wijzen op het ontbreken van subjectieve goede trouw,

³⁴⁴ Zie voor een geformaliseerd onderscheid in *standards of conduct for directors* en *standards of liability for directors* section 8.30-31 MBCA 2008. Van termen als ‘aansprakelijkheidsnormen’ ben ik niet zo gecharmeerd, zie nr. 3.2. Zie voor een uitgebreid exposé over divergentie tussen bestuurlijke gedragsnormen en rechterlijke toetsingsnormen Eisenberg 1993, een meesterwerk.

³⁴⁵ Eisenberg 2005, p. 541-542, de protagonist van dit belangrijke onderscheid. Zie Assink 2007, nr. 4.d-e en 38 voor details.

maar een automatisme zou ik hiervan niet willen maken. Het een kan bestaan zonder het ander. De kernvraag is dan telkens, tegen de achtergrond van de omstandigheden van het geval en vanuit een *ex ante* perspectief bezien:

- (a) of duidelijk sprake is van een irrationeel vormgegeven voorbereidingsproces; en
- (b) of de gemaakte zakelijke beleidsafweging, bezien vanuit het belang van de vennootschap, geen rationeel zakelijk doel kan dienen.

Een objectieve redelijkheidstoetsing, een min of meer ‘volle’ toetsing aan de gedragsnorm, doet zich dan niet voor. Ik herinner de lezer daarbij aan de inkadering die ik hiervoor aanbracht, waaruit volgt dat deze werkmethode alleen ten aanzien van een bepaald – maar wezenlijk – aspect van de bestuursstaak de rechterlijke toetsingsvrijheid begrenst.³⁴⁶

³⁴⁶ De Nederlandse *business judgment rule* is mijns inziens direct van toepassing waar het gaat om bestuurlijk gedrag terzake *zakelijke beleidsafwegingen* in het kader van risicobeheer (zie nr. 3.2.1). Heeft het bestuur consequent volstrekt geen aandacht besteed aan dit onderdeel van zijn taakopdracht (prospectieve verantwoordelijkheid), daarbij dus niet eens stilgestaan, dan ligt een gedragsnormschending in de rede. Als het bestuur dat wel heeft gedaan, maar in geschil is of het bestuur actie had moeten ondernemen om een bepaalde misstand te redresseren, wat het bestuur onbewust – en dus: zonder daartoe strekkende zakelijke beleidsafweging – niet heeft gedaan, zal de toetsing zich dienen toe te spitsen op de vraag of er ‘rode vlaggen’ wapperden die onmiskenbaar wezen op een misstand en die het bestuur zonder twijfel zag c.q. had moeten zien (op basis van de beschikbare informatie). Dit zijn drie hoofdszenario's. In Delaware wordt wat betreft het tweede en derde scenario aansluiting gezocht bij de rationale van de *business judgment rule* (waaronder het gevaar van wijsheid achteraf; zie ook nr. 3.2.1). Zie, naast het maatgevende *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006), recent o.a. *In Re Citigroup, Inc. Shareholder Derivative Litigation*, C.A. No. 3338-CC (Del. Ch. 2009), *In re American International Group, Inc., Consolidated Derivative Litigation*, C.A. No. 769-VCS (Del. Ch. 2009) en *In re Lear Corporation Shareholder Litigation*, Cons. C.A. No. 2728-VCS (Del. Ch. 2008) over ‘*what is arguably the hardest question in corporation law: what is the standard of liability to apply to independent directors with no motive to injure the corporation when they are accused of indolence in monitoring the corporation's compliance with its legal responsibilities? The question is difficult for many reasons, including the reality that even the most diligent board cannot guarantee that an entire organization will always comply with the law. But it must be answered because one of the central justifications for the use of independent directors is that they are well positioned to oversee management, particularly by monitoring the processes used by the corporation to accurately account for its financial affairs and comply with applicable laws. When a fiduciary takes on a paying role, her duty of loyalty requires that she make a good faith effort to carry out those duties. Although everyone has off days, fidelity to one's duty is inconsistent with persistent shirking and conscious inattention to duty. For this reason, Caremark and its progeny have held that directors can be held culpable in the monitoring context if they breach their duty of loyalty by “a sustained or systematic failure (...) to exercise oversight”, or “were conscious of the fact that they were not doing their jobs [as monitors]”*’ (zonder voetnootverwijzingen). Zie uitgebreid Assink 2009b en Assink 2007, nr. 12.a.

Wat zijn nu de geopperde bezwaren tegen deze rechtsfiguur? Deze komen er kort gezegd op neer (i) dat in de VS de *business judgment rule* zou werken als een beschermingsconstructie en slechts toepassing zou vinden in de context van bestuurdersaansprakelijkheid, (ii) dat een op het *business judgment rule* leerstuk gebaseerde verfijning niet in de systematiek van het Nederlandse ondernemingsrecht zou passen en (iii) dat toetsing van ondernemingsbeleid in lang niet alle enquêteprocedures aan de orde komt. Snijdt dit hout? Nou, nee.

Vooropgesteld zij dat in de VS (lees weer vooral: Delaware) de *business judgment rule* wordt gehanteerd door de rechter om het neutrale ondernemende bestuur in bescherming te nemen tegen een te vergaande mate van *rechterlijke* bemoeienis, vanwege voornoemde redenen die in Nederland evengoed opgaan. Wat dit in de rechtspraak breed ontwikkelde leerstuk³⁴⁷ in wezen doet, is automatisch de rechterlijke toetsingskaders voor bepaalde gevallen op kenbare wijze zodanig configureren dat een uitgebalanceerde verhouding ontstaat tussen enerzijds bestuurlijke beleidsvrijheid en anderzijds rechterlijke toetsingsvrijheid. Een goede illustratie vormt de overweging van de Delaware *Supreme Court* dat '*directors' decisions will be respected by courts unless the directors are interested or lack independence relative to the decision, do not act in good faith, act in a manner that cannot be attributed to a rational business purpose or reach their decision by a grossly negligent process.*'³⁴⁸ Het primaat van het ondernemerschap ligt dan bij het bestuur, zolang hij – *ex post* beoordeeld vanuit een *ex ante* perspectief – niet op irrationele wijze (onzorgvuldig) of te kwader trouw (disloyaal) heeft geopereerd en mits het beoordelingsvermogen van het bestuur niet was vertroebeld door vennootschapsvreemde belangen (substantieel tegenstrijdig belang). Van een door bestuurders te activeren beschermingsconstructie is hier helemaal geen sprake, integendeel; treft het bestuur een beschermingsmaatregel om een vijandige overname af te weren, dan toetst de rech-

³⁴⁷ Illustratief is de officiële toelichting bij *section 8.31 MBCA 2008* (p. 8-233): '*The business judgment concept has been employed in countless legal decisions and is a topic that has received a great deal of scholarly attention.*'

³⁴⁸ *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000). Zie in lijn daarmee bijvoorbeeld *In re Lear Corporation Shareholder Litigation*, Cons. C.A. No. 2728-VCS (Del. Ch. 2008): '*(...) the plaintiffs are in reality down to the argument that the Lear board did not make a prudent judgment about the possibility of future success. That is, the plaintiffs are making precisely the kind of argument precluded by the business judgment rule*' (verwijzend naar *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000)) en *In re Affiliated Computer Services, Inc. Shareholders Litigation*, C.A. No. 2821-VCL (Del. Ch. 2009): '*(...) the complaint essentially states that the plaintiffs would have run things differently. The business judgment rule, however, is not rebutted by Monday morning quarterbacking. In the absence of well pleaded allegations of director interest or self-dealing, failure to inform themselves, or lack of good faith, the business decisions of the board are not subject to challenge because in hindsight other choices might have been made instead.*' Zie uitgebreid Assink 2007, nr. 16-19.

ter in beginsel juist beduidend strenger voor het bestuur, want aan objectieve redelijkheid.³⁴⁹ Ook is het niet zo dat dit leerstuk enkel toepassing vindt in procedures die draaien om aansprakelijkheid van functionarissen. Zo maakt het leerstuk deel uit van het vaak gehanteerde raamwerk waarbinnen rechters beschermingsconstructies beoordelen om te bezien of een onmiddellijke voorziening getroffen moet worden of anderszins ingegrepen moet worden (doorgaans de *transactional justification* context genaamd), zij het dat de *business judgment rule* dan in beginsel niet het primaire kader is waarin toetsing plaatsvindt. De reden daarvoor is simpelweg dat dan een sluimerend belangenconflict aanwezig wordt geacht, dat tot een strengere ‘eerste ronde’ toetsing – want aan objectieve redelijkheid – noopt. De realiteit is dus simpelweg dat de *business judgment rule* in Delaware veelal toepassing vindt in het reguliere ondernemingsbeleid, maar ook toepassing kan vinden in overnamedisputen, waarbij aansprakelijkheid zeker niet altijd het centrale vraagstuk is.³⁵⁰ De crux van de door mij bepleite verfijning, die is geïnspireerd door de Delaware *business judgment rule*, maar ook niet meer dan dat, is:

- (a) een onderscheid in bestuurlijke gedragsnorm en bijbehorende rechterlijke toetsingsnorm, die kunnen convergeren maar ook divergeren; en
- (b) een aanscherping van de toetsingsnorm: irrationaliteit in plaats van objectieve redelijkheid.

Deze verfijning is bij uitstek inpasbaar in het huidige enquêterecht, dat zeer veel gebruikt wordt en waarbinnen het vaak draait om de vraag of een bepaalde gedraging van het bestuur een bepaalde objectieve toets der kritiek kan doorstaan. Met het intreden van aansprakelijkheid heeft dat in beginsel niet van doen (zie nr. 2.2 en 3.2), hetgeen overigens niet wegneemt dat inpassing van deze verfijning in de context van bijvoorbeeld art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW evenzeer in de rede ligt, gelet op (i) de ratio van ‘in beginsel beperkte toetsing’, die daar evenzeer opgaat, (ii) het feit dat van een wanbeleidoordeel van de Ondernemingskamer – als gespecialiseerde rechter – een niet te onderschatten reflexwerking kan uitgaan in dergelijke procedures en (iii) de intrinsieke vaagheid van de dominante maatstaf in de aansprakelijk-

³⁴⁹ Zie laatstelijk *Lyondell Chemical Company v. Ryan*, No. 401, 2008 (Del. 2009) en uitgebreid Assink 2007, nr. 18, 21 en 22.d.

³⁵⁰ Ik wijs ook op het officiële commentaar bij *section 8.31 MBCA 2008* (p. 8-230 e.v.) waarin o.a. wordt opgemerkt dat ‘*the courts have not observed any distinction in terminology and have generally followed the practice of referring only to the business judgment rule, whether dealing with personal liability issues or transactional justification matters*’ en Assink 2007, nr. 16.

heidscontext ('ernstig verwijt').³⁵¹ Art. 2:8 BW staat aan een irrationaliteits-toets niet in de weg. Deze bepaling schrijft voor hoe bepaalde actoren zich dienen te gedragen, niet hoe – beperkt – de rechter dat gedrag precies dient te toetsen. Ook leidt deze verfijning er niet toe dat in procedures waarin het gedrag van ondernemende bestuurders ter toetsing voorligt, de rechter over de hele linie niet strenger mag toetsen voor het bestuur. Ik herhaal nog maar eens dat hetgeen ik hier bepleit beperkt is tot objectieve toetsing van ondernemingsbeleid in de zin van 'pure' zakelijke beleidsafwegingen, uitgaande van een neutraal ondernemend bestuur. Ten aanzien van daarbuiten vallende aspecten kan de rechterlijke toets best wat strenger zijn, afhankelijk van de toepasselijke bestuurlijke gedragsnorm en de omstandigheden van het geval.³⁵² Het enkele feit dat de Delaware *business judgment rule* deel uitmaakt van een vennootschapsrechtelijk systeem dat niet geheel overeenkomt met het Nederlandse, dwingt logischerwijs dan ook niet tot de conclusie dat – de grondgedachte van – dit leerstuk niet van belang kan zijn voor het Nederlandse ondernemingsrecht. Te meer nu het centrale spanningsveld in Delaware en Nederland naar de aard niet verschilt en de door mij bepleite verfijning – die op het Nederlandse systeem is toegesneden – niet leidt tot een radicale koerswijziging binnen het Nederlandse ondernemingsrecht. Zo bepleit ook ik onder deze werkmethode objectieve toetsing van zowel de voorbereiding als de inhoud van de zakelijke beleidsafweging, zij het in aangescherpte vorm. Hetzelfde geldt voor het gegeven dat niet in iedere enquêteprocedure het ondernemingsbeleid onderwerp van debat is. Ook die tegenwerping is een *non sequitur*, omdat daaruit evenmin volgt dat geen grond bestaat voor de invoering van de door mij bepleite verfijning; dergelijke gevallen komen met regelmaat voor en de toetsende rechter zal daarmee op verantwoorde wijze moeten omgaan.

Ik keer terug naar de vraag die centraal staat in deze paragraaf: hoe marginaal zou 'marginaal' eigenlijk moeten zijn, waar het gaat om rechterlijke toetsing van ondernemingsbeleid? Bij beantwoording van die rechtspolitiek getinte vraag zijn eerder door de Ondernemingskamer ingenomen standpunten van belang, maar niet beslissend.³⁵³ In plaats van – zoals sommigen: bijna vanuit een Pavlov-reactie (veroorzaakt door de *status-quo bias*?; zie nr. 3.2.1) – onverkort vast te houden aan de huidige benadering stuur ik liever aan op een zinvolle nuancering daarvan, in lijn met het voorgaande. Dit doet meer recht aan de ratio van 'in beginsel beperkte toetsing' van onderne-

³⁵¹ Zie, naast noten 206 en 208, o.a. HR 8 april 2005, *NJ* 2006, 443 (*Laurus*), r.o. 3.8 en Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, nr. 442-444. Hetzelfde geldt voor de context van art. 26 WOR; tot een aanzienlijke beperking van het medezeggenschapsrecht leidt dit niet, zie hierna.

³⁵² Zie Assink 2007, nr. 38-39.

³⁵³ Zie A-G Mok in nr. 3.1.3.2 voor HR 19 mei 1999, *NJ* 1999, 658 (*Bobel*).

mingsbeleid en past beter bij de realiteit dat op dit gebied internationaal een zekere standaardisering gaande is, waarmee Nederland ook vanuit concurrentieoogpunt rekening dient te houden (zie nr. 2.3).³⁵⁴ De tijd is in ieder geval rijp voor een geïnformeerde en constructieve voortzetting van de discussie, mede gelet op de aangekondigde herziening van het enquêterecht (zie nr. 2.2).

Dit brengt mij bij het derde luik.

4. Luik III: Monisme *versus* dualisme en het toenemende belang van gedragswetenschappen voor het ondernemingsrecht

In het tweede luik bezag ik de drieslag (i) taakopdracht, (ii) eisen van verantwoord gedrag en (iii) afleggen van verantwoording in het traditionele dualistische model van ondernemingsbestuur, waarin het bestuur en de raad van commissarissen (indien aanwezig) als twee gescheiden organen opereren. Een interessante vraag is hoe die drieslag zich verhoudt tot een monistisch model van ondernemingsbestuur, waarin sprake is van één bestuursorgaan met zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders. Die vraag is ook actueel, gelet op de voorgenomen invoering in Nederland van een monistisch model als alternatief voor het traditionele dualistische model (zie nr. 2.3). Ik geef hierna een korte beschrijving van de portee van het wetsvoorstel naar de huidige stand van zaken (zie nr. 4.1) en plaats daarbij vervolgens enkele juridische kanttekeningen vanuit genoemde drieslag (zie nr. 4.2), waarna ik tot slot – ook voor het tweede luik – relevante inzichten uit de gedragswetenschappen accentueer (zie nr. 4.3, in aanvulling op nr. 3.2.1).³⁵⁵

³⁵⁴ De inzichten die in het buitenland gevonden oplossingen voor dit probleem ons kunnen bieden, dienen niet te snel van de hand gewezen te worden, zeker niet zonder voldoende kennis van die inzichten. Weten wij het in Nederland allemaal echt wel zo goed? Volgens Mohr 2008 kennelijk wel (waarover Assink 2008e). Ik wijs daarbij op de interessante ontwikkelingen in o.a. de VS, het VK, Duitsland, Australië en Nieuw-Zeeland. Zie ook het SER-advies 2008, p. 53: 'Internationaal wordt de in de Verenigde Staten door de rechter ontwikkelde business judgment rule steeds meer als de standaard gezien voor de beoordeling door de rechter van ondernemingsbeleid' en Assink 2007, nr. 17. Ik teken wel aan dat het SER-advies vooral gericht lijkt te zijn op het beperken van de bewegingsvrijheid van de Ondernemingskamer in bredere zin (zie nr. 2.2), niet zozeer op het verder ontwikkelen van de wijze waarop rechterlijke toetsing van ondernemingsbeleid als zodanig plaatsvindt (binnen het enquêterecht). Ik leg de nadruk dus primair op het tweede aspect, daarbij – anders dan kennelijk het toch wat summier gemotiveerde SER-advies – niet de Delaware *business judgment rule* overnemend, maar een Nederlandse variant van de *business judgment rule* introducerend.

³⁵⁵ Zie voor juridische verschillen tussen monistische en dualistische modellen Dumoulin 2005, p. 266-272.

4.1 *De portee van het wetsvoorstel*

Het wetsvoorstel strekkende tot invoering van een optioneel monistisch model van ondernemingsbestuur is vrij beknopt van opzet.³⁵⁶ Ik loop de elementen langs, voor zover hier relevant.

In de voorgestelde aanpassing van art. 2:9 BW komt tot uitdrukking dat bij een meerhoofdig bestuur (i) tot de taak van bestuurders alle bestuurstaken behoren die niet bij of krachtens de wet of de statuten aan een of meer andere bestuurders zijn toebedeeld (lid 1) en (ii) elke bestuurder verantwoordelijkheid draagt voor de algemene gang van zaken (lid 2).³⁵⁷ Dit geldt ongeacht het gekozen model; art. 2:9 BW is immers van toepassing op iedere rechtspersoon.

Het nieuwe art. 2:129a/239a BW zal gaan bepalen dat bij statuten de bestuurstaken kunnen worden verdeeld over een of meer niet-uitvoerende bestuurders en een of meer uitvoerende bestuurders, met dien verstande (i) dat de taak om toezicht te houden op de taakuitoefening door bestuurders niet door een taakverdeling kan worden ontnomen aan niet-uitvoerende bestuurders, (ii) dat het voorzitterschap van het bestuur en het vaststellen van de bezoldiging van uitvoerende bestuurders niet aan een uitvoerende bestuurder kunnen worden toebedeeld en (iii) dat niet-uitvoerende bestuurders natuurlijke personen zijn (lid 1). Daarbij kunnen uitvoerende bestuurders niet deelnemen aan de besluitvorming over de aan de niet-uitvoerende bestuurders toekomende taken (lid 2), maar kan bij of krachtens statuten – in het laatste geval schriftelijk – wel worden bepaald dat een of meer bestuurders rechtsgeldig kunnen besluiten omtrent zaken die tot zijn respectievelijk hun taak behoren (lid 3).

Is uitvoering gegeven aan art. 2:129a/239a BW, dan is het bestuur ex art. 2:134/244 BW te allen tijde bevoegd tot schorsing van een uitvoerende bestuurder (toevoeging aan lid 1 respectievelijk lid 3). Tenzij uitvoering is gegeven aan art. 2:129a/239a BW, kan bij een niet-structuurvennootschap op de voet van art. 2:140/250 BW bij statuten worden bepaald dat er een raad van commissarissen zal zijn (aanpassing lid 1). Is uitvoering gegeven aan art. 2:129a/239a BW in een structuurvennootschap, dan (i) is mede gelet op art. 2:142 BW en art. 2:164a/274a BW op niet-uitvoerende bestuurders het-

³⁵⁶ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 2 en 7. Zie daarover in detail Dortmund 2008a, p. 480-481 en Dortmund 2009, p. 312-314, die nog enkele technisch-juridische verbeterpunten signaleert.

³⁵⁷ Het viel mij op dat, nu art. 2:149/259 BW het nieuwe art. 2:9 BW van toepassing zal verklaren op commissarissen, die commissarissen via art. 2:9 BW opeens verantwoordelijkheid dragen 'voor de algemene gang van zaken.' Valt dat laatste wel te rijmen met art. 2:140/250 BW?

zelfde benoemings- en ontslagmechanisme van toepassing als op commissarissen in een dualistisch model, (ii) vindt benoeming en ontslag van uitvoerende bestuurders getuige art. 2:164a/274a BW plaats door de niet-uitvoerende bestuurders (lid 2) en (iii) volgt uit dezelfde bepaling dat de besluiten thans genoemd in art. 2:164/274 BW niet worden bestreken door art. 2:129a/239a lid 3 BW.

4.2 *Enkele juridische kanttekeningen in het licht van de drieslag*

Inmiddels wordt wel bepleit dat het opschuiven naar een monistisch model van ondernemingsbestuur onvermijdelijk is, al lijkt die noodzaak in de praktijk wat minder sterk gevoeld te worden en is het wat misleidend – al doe ik dat korthedshalve soms wel – om te spreken over *hét* monistisch model nu er diverse modaliteiten denkbaar zijn (mede gelet op de onderlinge taakverdeling en de persoonlijkheden van de betrokken functionarissen).³⁵⁸ Hoe dan ook, de keuze voor een monistisch model in plaats van een dualistisch model heeft juridisch niet te verwaarlozen implicaties voor de positie van functionarissen die een toezichthoudende rol dienen te vervullen, zoals die in het dualistische model aan de commissarissen toevalt. Ik maak daarover een enkele opmerking en richt mij vooral op de positie van de niet-uitvoerend bestuurder, omdat de positie van de uitvoerend bestuurder in een monistisch model niet echt verandert ten opzichte van de positie van de bestuurder in een dualistisch model.

Het wetsvoorstel gaat er – in de toelichting – van uit dat wat betreft het toezicht in beide modellen geen ‘fundamenteel verschil in taakopvatting’ bestaat, dat ‘een goed en onafhankelijk toezicht op het bestuur in beide varianten vorm [kan] krijgen’, dat in een monistisch model geen sprake kan zijn van ‘een vermindering van toezicht’ en dat niet wordt beoogd ‘om onderscheid te maken tussen het toezicht door niet uitvoerende bestuurders en leden van de raad van commissarissen.’³⁵⁹ Ik betwijfel of deze benadering een geheel realistische en zuivere is. In een monistisch model vindt het toezicht immers plaats *binnen* het bestuursorgaan door bepaalde bestuurders op bepaalde andere bestuurders en niet, zoals in een dualistisch model, *op* het gehele bestuursorgaan door een nevensgeschikt orgaan dat niet uit bestuurders bestaat: de raad van commissarissen. Dit heeft mijns inziens, in ieder

³⁵⁸ Zie o.a. (i) Raaijmakers 2008, p. 414 voor dat pleidooi, (ii) Bos/Lückerath-Rovers 2008, p. 43 en Seinstra 2008, p. 73-74 voor de praktijkopvattingen (waaruit volgt dat commissarissen kennelijk helemaal nog niet zo zeker zijn van de wenselijkheid van een monistisch model) en (iii) Dumoulin 2005, p. 267 en Maassen/Van den Bosch 2008, p. 37-40 over ‘eenheid in verscheidenheid’. Een bijzonder orgaan vormt de gemeenschappelijke vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen (art. 2:78a/189a BW).

³⁵⁹ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 3, nr. 6, p. 2, 4, 15.

geval in juridisch opzicht, betekenisvolle gevolgen voor het uit te oefenen toezicht.

De bestuurders die in het monistische model mede met een toezichthoudende taak zijn belast worden niet-uitvoerende bestuurders genoemd, te onderscheiden van de uitvoerende bestuurders. Dat onderscheid in wel of niet uitvoerend valt terug te voeren op de aanname dat eerstgenoemde bestuurders (de uitvoerende) zich wél tevens zullen bezig houden met de dagelijkse gang van zaken, waarmee verband houdt dat zij belast zullen zijn met specifiek omschreven uitvoerende taken. Het gaat dan om een onderverdeling in taakopdracht (prospectieve verantwoordelijkheid). Dit onderscheid laat onverlet dat ook volgens het wetsvoorstel:

- (a) de bestuurstaak van alle bestuurders samenkomt waar het gaat om het algemene beleid van de vennootschap (gelet ook op de in het voorgestelde art. 2:9 lid 2 BW neergelegde verantwoordelijkheid van iedere bestuurder voor de algemene gang van zaken; zie nr. 4.1), in welk verband niet-uitvoerende bestuurders actief deelnemen aan en direct verantwoordelijk zijn voor ‘de besluitvorming over de algemene beleidslijnen’;³⁶⁰
- (b) niet-uitvoerende bestuurders in beginsel evenzeer deelnemen aan de besluitvorming binnen het bestuur over onderwerpen die de dagelijkse gang van zaken betreffen; in beginsel, omdat een bestuurder met een specifieke taak in lijn met art. 2:129a/239a lid 3 BW individueel daarop betrekking hebbende besluiten kan nemen, die vervolgens worden toegerekend aan het bestuur (zie nr. 4.1); en
- (c) het bestuur als collectief verantwoordelijk is ‘voor de algemene beleidslijnen’, ‘voor het bestuursbeleid’, ‘voor alle bestuurshandelingen, waaronder de handelingen van de uitvoerende bestuurders’, ‘voor de besluiten die door een of meer bestuurders zijn genomen’ (die verantwoordelijkheid heeft dus prospectieve en retrospectieve elementen; zie nr. 1.2).³⁶¹

³⁶⁰ Dit volgt uit de toelichting, maar niet met zoveel woorden uit art. 2:129a/239a BW. Zou het dan niet goed zijn dit in de wettekst te verduidelijken? Zie ook Dumoulin 2005, p. 269, die opmerkt dat ‘[w]at het algemeen bestuur en het beleid van het bestuur als geheel betreft, de positie van niet-uitvoerend bestuurders een positie in[nemen] die gelijkenis vertoont met die van uitvoerend bestuurders, omdat zij voor dat algemeen bestuur medebepalend zijn. Dat volgt uit hun bestuurslidmaatschap.’

³⁶¹ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 8, 15, 17, 20 en nr. 6, p. 4, 6, 13, 15, 28. In plaats van niet-uitvoerend rept – de toelichting op – het wetsvoorstel ook over de bestuurstaak die ‘algemeen/toezichthoudend’ is. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 15 noemt als voorbeelden van taken voor de uitvoerende bestuurders o.a. het financiële beheer, het aansturen van een bepaald bedrijfsonderdeel, in-/verkoopactiviteiten, het personeelsbeleid, het inschrijven van de vennootschap in het handelsregister en het openbaar maken van de jaarrekening.

Dat het bestuursorgaan in een monistisch model een hybride karakter heeft in termen van uitvoerende en niet-uitvoerende taken, neemt dus niet weg dat in beginsel álle bestuurders in dat orgaan gezamenlijk ten minste op algemeen/strategisch niveau tot besluitvorming komen en (ondernemings)beleid initiëren/voeren. In beginsel zijn alle bestuurders ook bevoegd de vennootschap te vertegenwoordigen op de voet van art. 2:130/240 lid 2 BW.

Waar de participatiegrens van niet-uitvoerende bestuurders in het hele proces van bestuurlijke besluit- en beleidsvorming ook ligt in een concreet geval, naarmate niet-uitvoerende bestuurders daarin méér deelnemen zal mijns inziens van toezicht daarop in de traditionele zin steeds minder sprake kunnen zijn. Niet valt zonder gekunstelde redeneringen of semantische foefjes goed in te zien hoe niet-uitvoerende bestuurders tegelijkertijd als bestuurder mede besluiten kunnen nemen c.q. beleid kunnen initiëren/voeren en gelijk een commissaris daarop – en daarmee op zichzelf – toezicht kunnen uitoefenen. Volwaardig bestuur en ‘commissaris-toezicht’ daarop (als bedoeld in art. 2:140/250 BW) gaan in die zin niet samen.³⁶² Dat past ook niet bij de strekking van art. 2:129a/239a lid 2 BW, waaruit volgt dat als alle bestuurders aan besluitvorming mogen deelnemen, die besluitvorming geen verband houdt met de toezichthoudende taak van niet-uitvoerende bestuurders (want dáárvan zijn uitvoerende bestuurders immers uitgesloten; zie nr. 4.1). Waarom aanvaarden we niet gewoon dat in het monistische model, juist doordat de toezichthouders dan opereren in het kader van het bestuurderschap, ‘toezicht’ op bestuursbesluiten en -beleid in klassieke zin ontbreekt in gevallen waarin de niet-uitvoerende bestuurders actief participeren in de besluit- en beleidsvorming (zoals het uitgangspunt van het wetsvoorstel is)? Hier geldt een ander toezichtregime, dat niet geregeerd wordt door art. 2:140/250 BW als zodanig. Deze realiteit wordt weggepoetst in – de toelichting op – het wetsvoorstel, bijvoorbeeld waar wordt opgemerkt dat ‘[m]et het wetsvoorstel [niet] wordt beoogd om onderscheid te maken tussen het toezicht door niet uitvoerende bestuurders en leden van de raad van commissarissen. Aan de niet uitvoerende bestuurders wordt niet een andere opdracht gegeven.’³⁶³

Zie in het VK bijvoorbeeld principe A.1 van de *Combined Code* 2008: ‘*The board’s role is to provide entrepreneurial leadership of the company within a framework of prudent and effective controls which enables risk to be assessed and managed. The board should set the company’s strategic aims, ensure that the necessary financial and human resources are in place for the company to*

³⁶² Illustratief voor dat spanningsveld is de volgende opmerking van J.R. Glasz in *Elan* 2003, p. 39: ‘De president-commissaris moet er inderdaad veel dichter op zitten, maar we moeten niet de *unitary board* gaan omarmen. Anders moet je toezicht gaan houden op je eigen beleid.’

³⁶³ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 15.

meet its objectives and review management performance. The board should set the company's values and standards and ensure that its obligations to its shareholders and others are understood and met. All directors must take decisions objectively in the interests of the company. As part of their role as members of a unitary board, non-executive directors should constructively challenge and help develop proposals on strategy. Non-executive directors should scrutinise the performance of management in meeting agreed goals and objectives and monitor the reporting of performance. They should satisfy themselves on the integrity of financial information and that financial controls and systems of risk management are robust and defensible. They are responsible for determining appropriate levels of remuneration of executive directors and have a prime role in appointing, and where necessary removing, executive directors, and in succession planning.'

In de VS is het niet veel anders. Zo neemt section 8.01(b) van de MBCA 2008 tot uitgangspunt dat *'the business and affairs of the corporation shall be managed by or under the direction, and subject to the oversight, of its board of directors'*. In de officiële toelichting daarop wordt onder meer opgemerkt dat deze frase *'encompasses the varying functions of boards of directors of different corporations. In some closely held corporations, the board of directors may be involved in day-to-day business and affairs and it may be reasonable to describe management as being "by" the board of directors. But in many other corporations, the business and affairs are managed "under the direction, and subject to the oversight, of" the board of directors, since operational management is delegated to executive officers and other professional managers. (...) Directors generally have the power to probe into day-to-day management to any depth they choose, but they have the obligation to do so only to the extent that the directors' oversight responsibilities may require, or, for example, when they become aware of matters which make reliance on management or other persons unwarranted. (...) Its purpose [section 8.01(b) MBCA 2008, BFA] was to eliminate any ambiguity as to the directors' role in formulating major management policy as opposed to direct involvement in day-to-day management in publicly held corporations.'*³⁶⁴ Section 141(a) DGCL 2009 heeft een vergelijkbare strekking.

³⁶⁴ MBCA 2008, p. 8-3, 8-5, 8-10. Specifieke aandachtspunten voor 'oversight' door de board of directors van public corporations zijn uiteengezet in section 8.01(c) MBCA 2008. Bainbridge 2002a, p. 5, 8 merkt mede onder verwijzing hiernaar op dat *'the board's role is to formulate broad policy and oversee the subordinates who actually conduct the business day-to-day'* (zonder voetnootverwijzing). Zie ook Bainbridge 2002b, p. 11: *'The board of directors has two basic functions. First, while boards rarely are involved in day-to-day operational decisionmaking, most boards have at least some managerial functions. Broad policymaking is commonly a board prerogative, for example. Even more commonly, however, individual board members provide advice and guidance to top managers with respect to* →

Het in zekere zin reactieve, bestuurlijke besluit- en beleidsvorming volgende – of wellicht scherper: tweedelijns – karakter van het gangbare toezicht door commissarissen op het bestuurlijk beleid in het dualistische model, zoals daarin ook het uitgangspunt vormt, past niet goed bij die actieve besluit- en beleidsvormende component van de voor de niet-uitvoerende bestuurders geldende taakopdracht (prospectieve verantwoordelijkheid). Die besluit- en beleidsvorming op macroniveau geschiedt veelal juist op basis van consensuele groepsbesluitvorming in plaats van formeel stemmen per individu, waarbij op enig moment een uitkomst wordt geconstateerd waaraan men zich echt committeert, nadat de bestuurders gedurende een zekere periode over de merites zijn geïnformeerd, hebben nagedacht, hebben gediscussieerd, standpunten hebben verkend en hebben bijgedragen aan de collectieve gedachtevorming.³⁶⁵ Daarbij merk ik nog op dat het wetsvoorstel zelf geen nadere regels bevat over (i) de zeggenschap van niet-uitvoerende bestuurders voor dergelijke gevallen (in termen van stemrecht bijvoorbeeld) of (ii) de getalsmatige verhouding tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders (ook niet in het kader van art. 2:164a/274a BW). Het is wel denkbaar dat niet-uitvoerende bestuurders een minderheidsopvatting innemen binnen het bestuur en zo worden overvleugeld, terwijl ze in een dualistisch model het door het bestuur voorgenomen beleid uiteindelijk hadden kunnen blokkeren (bijvoorbeeld door de vereiste goedkeuring van een

operational and/or policy decisions. In addition, the board provides access to a network of contacts that may be useful in gathering resources and/or obtaining business. Secondly, the board monitors and disciplines top management’ (zonder voetnootverwijzingen). Dat de lijnen hier niet in beton gegoten zijn wordt geïllustreerd door HBS 2009, p. 11: *‘According to our informants, the board’s relationship with management has several dimensions. Perhaps the most obvious, in their eyes, is the division of decision-making responsibility between the board and management – what both parties call “the line between the board and management.” This line is not drawn in concrete; it is more like a line drawn on a sandy beach, according to these directors, because it can be erased and redrawn elsewhere in response to circumstances.’* Hoe die lijnen lopen wordt mede bepaald door de situatie waarin de vennootschap verkeert (in wezen: is er een crisis of gaat het juist voorspoedig?) en het vertrouwen van de *non-executives* in de *Chief Executive Officer*.

³⁶⁵ Zie o.a. Kroeze 2008, p. 434: ‘Een belangrijke – soms impliciete – regel binnen besturen en raden van commissarissen is dat men bij consensus beslist.’ Zie voor de VS o.a. Bainbridge 2002b, p. 13, Bainbridge 2002a, p. 45, Strine 2002, p. 1378: *‘(...) boards must act collegially and cohesively, and not as adversaries or strangers’* en Balotti/Hanks 1993, p. 1343, die benadrukken – gezien vanuit de Amerikaanse invulling van het monistische model (dat niet wezenlijk verschilt van de portee van het wetsvoorstel) – dat *‘[w]hat directors do is engage, more or less continuously, in a process of reading, thinking, discussing, inquiring, deliberating, and, in the end, deciding. (...) the decision that is the end result of this process looks forward.’*

bestuursbesluit strekkende tot het aangaan van enige transactie niet te verlenen; zie nr. 3.1.2 en 3.3.1).³⁶⁶

Ik zeg daarmee niet dat in het monistische model van toezicht geen sprake kan zijn. Ik denk hier in termen van een continuüm, niet van een duidelijke waterscheiding met het dualistische model. Ik betoog daarmee wel dat dát toezicht meer dan een slagje anders is dan in het dualistische model, waarin de raad van commissarissen integraal van buitenaf toezicht kan uitoefenen op het geheel aan bestuurlijke gedragingen c.q. besluit- en beleidsvorming (zie nr. 3.3.1), en zich daarbij doorgaans juist zal kunnen en willen richten op de *hoofddijnen* van het bestuursbeleid (wat bij het monistische model dan juist buiten het toezichtbereik in de gebruikelijke zin van niet-uitvoerende bestuurders valt, omdat die daarin zelf actief participeren). Toezicht in de meer gebruikelijke betekenis van het woord is dan in het monistische systeem noodzakelijkerwijs in hoofdzaak beperkt tot de feitelijke, dagelijkse bedrijfsvoering door uitvoerende bestuurders en eventueel de door hen individueel genomen besluiten in dat verband, waarbij de niet-uitvoerende bestuurders niet direct betrokken zijn (zie nr. 4.1). Hieraan doet niet automatisch af:

- (a) dat de taakopdracht van niet-uitvoerende bestuurders in een monistisch model meer omvat dan die van commissarissen in een dualistisch model, omdat de taakopdracht van de eerste meer omvat dan ‘advisering en toezicht houden in de bij ons tot op heden bekende zin’ (hieruit volgt niet dat de intensiteit van het toezichtaspect dezelfde is als in een dualistisch model³⁶⁷);
- (b) dat niet-uitvoerende bestuurders in een monistisch model soms wat minder informatie voorhanden zullen hebben dan uitvoerende bestuurders, omdat die zich dagelijks met de bedrijfsvoering bezig houden;
- (c) dat niet-uitvoerende bestuurders in een monistisch model in de regel gemakkelijker dan commissarissen in een dualistisch model zullen kunnen ingrijpen wanneer de *uitvoering* van reeds uitgezet (ondernemings)beleid van de rails dreigt te lopen, omdat ze dichter op de uitvoerende functionarissen staan dan commissarissen en zowel gemakkelijker

³⁶⁶ Zie ook Dortmund 2009, p. 313-314. *Best practice* bepaling III.8.4 van de *Corporate Governance* Code 2008 schrijft voor dat ‘[h]et bestuur voor de meerderheid [bestaat] uit leden die niet met de dagelijkse gang van zaken zijn belast en onafhankelijk zijn in de zin van best practice bepaling III.2.2’; dit dekt niet, want (i) het is een *best practice* bepaling waarvan gemotiveerde afwijking mogelijk is (ii) die bovendien alleen gericht is aan beursvennootschappen (zie nr. 2.1).

³⁶⁷ Zie voor die ‘terzijde’ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 15.

- als tijdiger dan hen toegang zullen hebben tot meer en ‘diepere’ informatie³⁶⁸ (zie nr. 3.2.2);
- (d) dat in – met name grotere – vennootschappen de besluitvorming op bestuursniveau soms het slot is van een langer besluitvormingstraject in de onderneming, waarbij met name de uitvoerende bestuurders in het bestuur onderwerpen ter bespreking voorleggen die raken aan strategie;
 - (e) dat commissarissen in een dualistisch model onder omstandigheden een verscherpte vorm van toezicht dienen uit te oefenen (dit laat het *toezichtkader* waarin die verscherping plaatsvindt onverlet; zie nr. 3.2.2);
 - (f) dat commissarissen in een dualistisch model in voorkomende gevallen pro-actief en autonoom een bemiddelende rol tussen bestuur en aandeelhouders dienen te vervullen (dat maakt deel uit van de toezichthoudende taak van de raad van commissarissen, niet van de bestuurstaak; zie nr. 3.2.2).

Bij (c) past overigens een nuancering uit gedragswetenschappelijk oogpunt, die ik in nr. 4.3 aanbreng.

Dit onderscheid in taakopdracht (en retrospectieve verantwoordelijkheid; zie nr. 1.2 en 3.1.2) beïnvloedt logischerwijs ook de eisen van verantwoord toezicht die aan niet-uitvoerende bestuurders in een monistisch model gesteld kunnen worden (zie nr. 3.2). Zo zal van hen gevergd worden dat zij – actief participerend – de bestuurlijke besluit- en beleidsvorming echt intrinsiek dragen indien zij daarmee instemmen, anders dan commissarissen in een dualistisch model die in de regel toch op wat grotere afstand en vanuit een ander orgaan veelal min of meer afgeronde bestuurlijke besluit- en beleidsvorming voorbij zien komen en de primaire verantwoordelijkheid daarvoor bij het bestuur alloceren. Timmerman merkt dan ook terecht op dat ‘[d]e niet uitvoerende bestuurders bij voorbeeld op dezelfde voet als de uitvoerende bestuurders verantwoordelijk zijn voor het ontwikkelen van een strategie voor de vennootschap. Een raad van commissarissen houdt daarentegen slechts toezicht op het formuleren en op het uitvoeren van de strategie en geeft daarop in dat kader slechts indringend of minder indringend com-

³⁶⁸ Het is hooguit deze nuancering die volgt uit *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 15: ‘Met het wetsvoorstel wordt niet beoogd om onderscheid te maken tussen het toezicht door niet uitvoerende bestuurders en leden van de raad van commissarissen. Aan de niet uitvoerende bestuurders wordt niet een andere opdracht gegeven. Het toezicht door de één is niet beter dan dat door de ander. Wel kan er een verschil optreden in het tijdstip waarop toezicht wordt gehouden. De niet uitvoerende bestuurder is onderdeel van het bestuur. Hij ontvangt als bestuurder informatie over kwesties waarover het bestuur een besluit moet gaan nemen. De informatie die de niet uitvoerende bestuurder aldus verkrijgt, kan hem in staat stellen om vroegtijdig in het besluitvormingsproces van het bestuur toezicht te houden en invloed uit te oefenen. Aan de raad van commissarissen legt het bestuur veelal pas achteraf verantwoording af.’

mentaar. Een niet uitvoerende bestuurder heeft dus duidelijk een ruimere taak dan een commissaris. Hij is medeverantwoordelijk voor het formuleren van de strategie. Een one tier board bekijkt het beleid van de vennootschap meer integraal. Die taak van die niet-uitvoerende bestuurder is daarmee ook minder scherp omlijnd dan die van een commissaris.³⁶⁹ Het monistische model, waarin de toezichthouders veel dichter op de bedrijfsvoering zitten³⁷⁰ en veel intensiever betrokken zijn bij de bestuurlijke besluit- en beleidsvorming (waarbij zij veelal met een wat frissere/neutralere blik naar de materie kunnen kijken dan intern betrokkenen; zie nr. 4.3), lijkt uit dat oogpunt op zich geschikt voor ondernemingsactiviteiten met een betrekkelijk hoog risicoprofiel zoals ingewikkelde financiële producten (zie nr. 3.2.1) en voor functionarissen die graag ‘mee willen ondernemen’. Bestaat meer behoefte aan toezichthouders op wat grotere afstand, hetgeen beter kan passen bij ondernemingsactiviteiten met een betrekkelijk laag risicoprofiel, dan is het dualistische model denkkelijk beter geschikt. Het is daarom wenselijk dat vennootschappen de keuze krijgen uit beide modellen; dit lijkt mij een meerwaarde voor het Nederlandse ondernemingsrecht (ook gezien vanuit de internationale concurrentiepositie; zie nr. 2.3), met dien verstande dat de kwaliteit van het toezicht uiteindelijk vooral zal afhangen van de ernst waarmee door de betrokkenen de taakopdracht wordt opgevat (ongeacht het model dat gekozen wordt). Wel dient dan duidelijk te zijn waaruit de con-

³⁶⁹ Timmerman 2009b. Zie ook Van den Hoek 2006, p. 344 en *best practice* bepaling III.1.8 van de *Corporate Governance* Code 2008 waaruit volgt dat de raad van commissarissen in ieder geval eenmaal per jaar de strategie en de voornaamste risico's verbonden aan de onderneming alsmede de uitkomsten van de beoordeling door het bestuur van de opzet en werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen (inclusief eventuele significante wijzigingen hierin) bespreekt. Zie voor de situatie in de VS o.a. HBS 2009, p. 14-15 waarin onder veel meer wordt opgemerkt dat *'how a board involves itself in strategy ought to depend on the company's circumstances. One interviewee observed, for example, that boards' involvement in strategy should also depend on the experience and knowledge of the directors themselves: "Board role in strategy is going to vary a lot by industry and by director ability to contribute on the strategy side"'* en LDN 2009, p. 10: *'Members agreed that prior to the current financial crisis, the board's traditional level of involvement in corporate strategy had increased from the remote, episodic review of the 1980s to a more continuous model of engagement. Some members predicted that the financial crisis will accelerate this trend and that board members will become even more involved in their company's strategic direction. As public pressure mounts and scrutiny of American boardrooms increases, some members suggest board members and executives will work even more closely in developing corporate strategy.'*

³⁷⁰ Zie bijvoorbeeld 'supercommissaris' C.J.A. van Lede in *Elan* 2003, p. 24: *'Ik zit bij Sara Lee in een one tier board en ook Reed Elsevier heeft zo'n structuur. Ik hoor niet tot degenen die vinden dat een one tier board een genezing is voor alle kwalen. Ik kan heel goed uit de voeten met het Nederlandse systeem. Bij Sara Lee valt me op dat je veel dieper in het bedrijf gaat. Je houdt je bijvoorbeeld bezig met het personeelsbeleid van het hele bedrijf, in Nederland alleen met de raad van bestuur.'*

touren van de toezichthoudende taak in beide modellen bestaat. Dit sluit aan bij een recent Amerikaans onderzoek onder een grote groep *directors* van Amerikaanse vennootschappen, waarin wordt geconcludeerd dat waar het gaat om het bevorderen van *effectief* bestuur en toezicht, '[w]hat really matters, they told us in a variety of ways, is for each board to achieve clarity about its role – that is, about the extent and nature of its involvement in strategy, management succession, risk oversight and compliance.'³⁷¹ Naar mijn idee komt dit dus niet helemaal uit de verf in – de toelichting op – het wetsvoorstel.

In het verlengde hiervan plaats ik een tweede kanttekening bij de taakopdracht (prospectieve verantwoordelijkheid) van niet-uitvoerende bestuurders in een monistisch model. Ingeval principiële meningsverschillen bestaan tussen een of meer aandeelhouders en het bestuur die – mogelijk – een nadelige uitwerking hebben op de verhoudingen binnen de vennootschap/continuïteit van de onderneming (althans op de positie van een of meer belanghebbenden binnen de vennootschap), getuigt het niet van realiteitszin aan te nemen dat niet-uitvoerende bestuurders een soortgelijke bemiddelende rol kunnen vervullen als die thans in voorkomende gevallen van de autonoom opererende raad van commissarissen wordt verwacht (zie nr. 3.2.2). Deze bestuurders maken immers per definitie institutioneel, en hoogstwaarschijnlijk in de beleving van de betrokken aandeelhouders ook *de facto* onverkort, deel uit van het gremium waarmee de aandeelhouders principieel van mening verschillen. Ook hier past een op gedragswetenschappelijke leest geschoeide aanvulling, die ik eveneens in nr. 4.3 aanbreng. Door

³⁷¹ HBS 2009, p. 19-20: 'If, as our interviewees insisted, each board's effectiveness is directly attributable to its activities, it follows that boards have a responsibility to define their own roles with precision, and to decide how to perform those roles in light of the nature of the firm, its industry and its particular challenges. Furthermore, if boards are reluctant to look to others – whether regulators or other boards – for much guidance in deciding on their goals and activities, they must expect to invest extended time in hard-headed discussions of both, leading to concrete and actionable conclusions. Whatever the choices a board makes about its role, they must be consistent with the members' shared understanding of their company. Furthermore, though legally the board wields the ultimate power in the corporate hierarchy, as a practical matter it can execute its role successfully only if it develops and maintains a sound relationship with management. Such a relationship calls for explicit agreement, on the part of the board and management, about the role of each in leadership of the company. It also requires open two-way communication and mutual respect between the two parties. To be effective, in sum, boards have to maintain a delicate balance in their relationship with management. They must be challenging and critical on the one hand and supportive on the other. They have to sustain an open and candid flow of communication in both directions. And they must seek sources of understanding outside management without offending management. None of this is easy. It is all essential, however, for effective governance. Failure to achieve any component of this prescription can undermine the effectiveness of the board. And ineffective boards have contributed to the corporate failings that have recently been far too conspicuous on the landscape of the American economy.'

het ontbreken van een dergelijke interne potentiële vrede-stichter zal de rechter (lees weer: vooral de Ondernemingskamer) in deze conflictgevallen denkbaar sneller en vaker geadieerd worden dan thans het geval is. Hier zal het vroegtijdig signaleren, en waar redelijkerwijs haalbaar plooiën, van mogelijke geschillen dus nog meer op het radarscherm van bestuurders moeten staan dan in een dualistisch systeem al het geval is (zie nr. 2.2). Dit lijkt mij een factor van belang bij het maken van de keuze voor een monistisch of een dualistisch model. Wordt dat wel onderkend?

Het voorgaande doet ook de vraag rijzen of in een monistisch model – zeker waar het gaat om structuurvennootschappen, waar toezicht door de raad van commissarissen sinds 1971 dwingend is voorgeschreven (uitzonderingen daargelaten) – het eigenlijke toezicht element niet te zeer versmalt, namelijk tot die bestuursaspecten waarbij niet-uitvoerende bestuurders geen directe betrokkenheid hebben (wat inherent is aan dat model). Voor zover daar in de praktijk een lacune ontstaat, zal die – onder het huidige wetsvoorstel; zie nr. 4.1 – opgevuld kunnen worden door (i) de algemene vergadering c.q. een of meer aandeelhouders, waarbij in geval van beursvennootschappen ook derden kunnen meespelen (zoals financiële media, stemadviseurs en analisten), of (ii) de rechter en dan met name de Ondernemingskamer via het recht van enquête (zie nr. 2.2). Teruggrijpend op nr. 2.1-2.2 kan ik niet echt concluderen dat de mogelijkheden daartoe zullen worden verruimd, eerder het tegenovergestelde lijkt waar. Zo (i) wordt thans voorgesteld de in art. 2:114a BW vervatte agenderingsdrempel noemenswaardig te verhogen van 1% naar 3% van het geplaatste kapitaal, (ii) vormt de mogelijkheid van een te respecteren responstijd in de Nederlandse *corporate governance* code eerder een beletsel dan een hulpmiddel voor aandeelhouders en (iii) heeft de SER geadviseerd de in art. 2:346 BW vervatte drempel voor het aannemen van enquêtebevoegdheid van aandeelhouders van grote (beurs)vennootschappen te verhogen. Hoe dat ook zij, niet-uitvoerende bestuurders in een monistisch model zullen zich moeten realiseren dat zij – zowel intern als extern (zie nr. 1.2 en 3.3.2-3.3.3) – in noemenswaardige mate ook verantwoording zullen moeten kunnen afleggen over de wijze waarop zij hebben deelgenomen in het proces van bestuurlijke besluitvorming en beleidsinitiatie/-voering, náást het uitgeoefende toezicht op de dagelijkse bedrijfsvoering door de uitvoerende bestuurders. Zij dragen bovendien, met de uitvoerende bestuurders, retrospectieve verantwoordelijkheid voor de bestuurlijke taakvervulling (zie nr. 1.2 en 4.1). Daarbij teken ik aan dat, anders dan in het dualistische model, aandeelhouders in een structuurvennootschap die aansturen op ontslag van toezichthouders (zie nr.

3.3.2) in het monistische model rechtstreeks kunnen ingrijpen in het *bestuur*; de buffer van de raad van commissarissen ontbreekt dan.³⁷²

Overigens ligt het mijns inziens voor de hand om de nogal rudimentaire regeling in de huidige Nederlandse *corporate governance* code omtrent het monistische model nog eens tegen het licht te houden, zodra het wetsvoorstel tot wet wordt verheven.

4.3 Relevante inzichten uit de gedragswetenschappen

Er zit nog een extra dimensie aan het onderscheid tussen het monistische en het dualistische model van ondernemingsbestuur. Die dimensie houdt verband met hoe mensen zich gedragen in groepsverband, mede in de besluitvormingscontext. Ik wijd daaraan enkele opmerkingen, waarbij ik mij baseer op uitvoerige literatuur uit de gedragswetenschappen, die veelal gericht is op de *board of directors* in een monistisch model (veelal binnen de Amerikaanse context). Die dimensie is overigens ook buiten de onderhavige context van belang. In nr. 3.2.1 maakte ik al enkele opmerkingen in dat verband, waarnaar ik kortheidshalve verwijs. De opmerkingen die ik hierna maak hebben ook relevantie voor het dualistische model.

Ik houd hier wel een slag om de arm, met een beroep op Davis die de beperkingen op eloquente wijze duidt en in perspectief plaatst: *'The learning of social psychology is generally derived from controlled experimental settings that observe the reactions of general subjects, typically university students. Do those results apply to someone with the experience, self-assurance, and reputational stake of the typical outside director of a publicly traded corporation? In other words, can such generalized study accurately predict an outside director's reaction especially when he or she is making a decision aware that (1) the decision is being closely monitored by shareholders, lawyers and the financial press, and (2) the decision will likely be challenged if it favors the other directors? The realistic but hardly satisfactory answer is that until someone can design an experiment that successfully replicates these factors, it remains more plausible to assume that corporate directors share the decisionmaking biases of their fellow humans than that they do not. We should be watchful, of course, for any specific studies or subsidiary doctrines that may shed light on how these special factors might alter the outcome.'*³⁷³ Veel hangt telkens af van de omstandigheden van het geval; een onontkoombare realiteit, ook in het ondernemingsrecht. Hier past dus voorzichtigheid met het trekken van conclusies.

³⁷² Die buffer was bijvoorbeeld wel aanwezig bij Stork (OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork)) en Smit Transformatoren (OK 5 oktober 2005, *JOR* 2005/296 (Smit Transformatoren)).

³⁷³ Davis 2005, p. 1317.

Ik beoog hier niet dergelijke inzichten te verklaren of deze te verabsoluteren, maar aandacht te vragen voor een bredere wijze waarop naar de monisme/dualisme problematiek gekeken kan worden, daarbij aantekend dat er niet veel vennootschapssystemen zijn die zowel een monistisch als een dualistisch model faciliëren. Tot op heden wordt door geleerde commentatoren in dit verband vooral door de technisch-juridische lens gekeken, maar dat is wellicht wat eenzijdig.³⁷⁴ Ik beperk me hier tot twee onderwerpen: (i) de kwaliteit van besluitvorming in groepsverband en (ii) de haken en ogen die aan sociale cohesie zitten, waarbij ik een onderscheid maak in enerzijds verhoudingen binnen de groep (intern) en anderzijds verhoudingen tussen de groep en bepaalde derden (extern). Speelt de monisme/dualisme dichotomie ook hier een niet bij voorbaat te verwaarlozen rol? Ik neig vooralsnog naar een bevestigende beantwoording van die vraag.

Met een groep doel ik op een samenstel van twee of meer personen, waarbij deze personen elkaar op enigerlei wijze kunnen beïnvloeden (er de mogelijkheid bestaat tot interactie tussen die personen). Het onderscheid in twee- en meerpersoonsgroepen laat ik hier buiten beschouwing;³⁷⁵ het gaat mij om de monisme/dualisme problematiek. Een interessant gegeven uit de gedragswetenschappen is dat groepen onder omstandigheden per saldo kwalitatief betere besluiten nemen dan individuen. Ik zet daar meteen tegenover dat individuen vaak creatiever zijn dan groepen en gemakkelijker ideeën produceren,³⁷⁶ maar dáár staat weer tegenover dat individuen gemakkelijker blijven hangen in hun ideeën en blind worden voor de gebreken daarvan, die anderen – zij die niet met het idee ‘getrouwd’ zijn – mogelijk wel zien. Met ‘kwalitatief beter’ bedoel ik niet een morele kwalificatie aan te brengen, bijvoorbeeld in termen van sociaal superieur of politiek correcter, maar beoog ik simpelweg duidelijk te maken dat die besluiten beter uitpakken bezien

³⁷⁴ Zie ook Timmerman 2005a, p. 6 die mijns inziens terecht opmerkt dat ‘het vennootschapsrecht een veelzijdig en meerzinnig verschijnsel [is] waarop uiteenlopende krachten inwerken’ en dat ‘[h]et kiezen van een bepaalde positie of een bepaalde leer ogenschijnlijk zekerheid [biedt], maar er vaak slechts sprake [is] van schijnzekerheid.’

³⁷⁵ Zie o.a. Kroeze 2008, p. 438-439: ‘Eigen aan de tweepersoonsgroep is dat niet de verhouding tussen het individu en de groep centraal staat, maar de verhouding tussen twee individuen. Het normatieve richtsnoer in een tweepersoonsgroep is reciprociteit: beloften moeten over en weer worden nagekomen, gunsten moeten met wederdiensten worden beantwoord en degene die geholpen wordt, moet helpen. De sociale druk die uitgaat van reciprociteit, staat ook bij de besluitvorming in een tweepersoonsgroep centraal’ (zonder voetnootverwijzingen).

³⁷⁶ Zie o.a. Bainbridge 2008, p. 96-97: ‘*The old joke about the camel being a horse designed by a committee captures the valid empirical observation that individuals are often superior to groups when it comes to matters requiring creativity. Research on brainstorming as a decision-making process, for example, confirms that individuals working alone generate a greater number of ideas than do groups*’ en Taylor/Peplau/Sears 2003, p. 313-314 met een mooie uitleg waarom dat zo is.

vanuit het beoogde doel. Haft verwoordt het aldus dat *‘[t]he evidence shows that peer groups produce better solutions to problems than do individuals working alone. With some dissent, the evidence also supports the proposition that peer groups perform better than the best individual in the group. This is the “assembly bonus effect”. Intellectual synergy apparently occurs in peer groups.’*³⁷⁷ Die meerwaarde wordt er onder meer in gezocht dat een groep, door de combinatie van meerdere personen met diverse lagen van kennis, ervaring, interesses en vaardigheden, beter in staat kan zijn dan een individu om (i) besluiten te nemen in complexe en onzekere situaties, waarin het lastig is de alternatieven en mogelijke gevolgen daarvan te overzien (in andere woorden: de gevolgen van *bounded rationality* te mitigeren; zie nr. 3.2.1)³⁷⁸ en (ii) bepaalde individuele *biases* het hoofd te bieden, zoals de *herding bias*. Daarmee wordt in wezen gedoeld op de neiging van een beslisser om de acties van anderen te imiteren zonder acht te slaan op eigen informatie en het eigen beoordelingsvermogen met betrekking tot de merites van de voorliggende kwestie, om zo de nadelige gevolgen bij het eventueel slecht uitpakken van de keuze te beperken of met het oog op *bounded rationality*.³⁷⁹ Dit oogt bepaald relevant voor het ondernemingsrecht, omdat het bestuur van een vennootschap – vooral als de uiteindelijke ondernemingsleiding – nogal eens beslissingen zal moeten nemen in dergelijke situaties (zie nr. 3.1.1 en 3.2.1). Die meerwaarde lijkt wel afhankelijk van bepaalde factoren. Ik noem de belangrijkste vier.

- (a) De mate van sociale cohesie in de groep.
- (b) De mate van op consensus gerichte besluitvorming binnen de groep.
- (c) De mate van onderlinge gelijkwaardigheid van de leden van de groep.
- (d) De omvang van de groep.

³⁷⁷ Haft 1981, p. 9. Bainbridge 2008, p. 82-89, die stelt dat *‘[n]umerous studies have found that group decisions are not only superior to those of the average group member; but also to those made by the very best individual decision makers within the group’*, licht diverse van die studies toe, omdat deze zich tot op heden in weinig aandacht vanuit de juridische wetenschap hebben mogen verheugen.

³⁷⁸ Zie o.a. Haft 1981, p. 9: *‘Theories advanced to explain group superiority include the influence and ability of the best or most confident group member and the greater individual interest in the problem that participation in group decision-making arouses. Groups also correct errors of fact or of judgment that are randomly distributed among their members’* (zonder voetnootverwijzingen).

³⁷⁹ Zie o.a. Bainbridge 2008, p. 96: *‘If a bad outcome occurs but the action was consistent with approved conventional wisdom, the hit to the manager’s reputation from the adverse outcome is reduced. As Keynes famously remarked, “it is better to fail conventionally than to succeed unconventionally.” If group decision making provides superior mechanisms for monitoring both the group itself and/or its subordinates, as the next section argues, the incentive to herd is reduced. An actor can depart from conventional wisdom with more confidence that an adverse outcome will be fairly evaluated.’*

Ik loop deze factoren langs.

Factor (a) ziet op de compositie van de groep, logischerwijs een belangrijk aspect in dit verband. Personen die elkaar betrekkelijk goed kennen en/of liggen, met gedeelde sociale achtergrond, waarden en/of doelen, zullen in groepsverband immers gemakkelijker kunnen samenwerken dan vreemden (laat staan gezworen vijanden). Er is dan een basis van onderling vertrouwen, de communicatie verloopt soepeler en er zal ten gronde de bereidheid bestaan op constructieve wijze kennis te nemen van en na te denken over ieders standpunten. Dit is op zich bevorderlijk voor het functioneren van een groep.

Dat de omgeving waarin mensen handelen hun gedrag beïnvloedt, veel sterker dan vaak wordt aangenomen, volgt uit de volgende observaties omtrent sociale cohesie van Taylor, Peplau en Sears: *'In some groups, the bonds among members are strong and enduring, morale is high, and there is a general sense of community. In other groups, members are loosely linked, lack a general sense of "groupness", and tend to drift apart over time. Cohesiveness refers to the forces, both positive and negative, that cause members to remain in a group. Cohesiveness is a characteristic of a group as a whole, based on the combined commitment of each individual to the group. Many factors affect the cohesiveness of a group (...). When group members like each other and are connected by bonds of friendship, cohesiveness is high. (...) A second source of cohesiveness is the extent to which a group interacts effectively and harmoniously. (...) Third, people's motivation to remain in a group is also influenced by the instrumental goals of the group. (...) Our attraction to a group depends on the match between our goals and those of the group, and on how successfully the group accomplishes its objectives. (...) High levels of cohesiveness are usually beneficial to group functioning. When group members enjoy working together and endorse group goals, both morale and motivation tend to be high (...).'*³⁸⁰

Het bestuur van een vennootschap vormt een geformaliseerde groep met een missie. Uit de constatering van Kroeze (i) dat het profiel van bestuurders (en commissarissen) van Nederlandse vennootschappen weinig variatie kent, (ii) dat het lidmaatschap van een groep zoals het bestuur (of de raad van commissarissen) hoog wordt gewaardeerd en status- en prestigeverhogend werkt, (iii) dat betrokkenen de onderlinge verhoudingen kenschetsen als amicaal en collegiaal met een hoge mate van homogeniteit en (iv) dat bestuurders (en commissarissen) 'het plezier in het spel' als belangrijk aspect van hun functie beschouwen, valt af te leiden dat daarbinnen door-

³⁸⁰ Taylor/Peplau/Sears 2003, p. 310-311. Zie ook Kroeze 2008, p. 428.

gaans sprake zal zijn van een hoge mate van sociale cohesie. Hij rept over blanke mannen van 50 jaar of ouder met veelal een universitaire opleiding, vaak afkomstig uit de sociale bovenlaag van de bevolking en niet-progressief (niet heel links?) georiënteerd. Die samenhang is natuurlijk geen toeval; men zoekt elkaar op, vooral bij de grotere vennootschappen.³⁸¹ Ik wijs hier op anekdotisch bewijs, bestaande uit de aan ‘superbelegger’ Warren Buffett toegeschreven observatie dat *‘what many big shots love is what I call elephant bumping. I mean they like to go to the places where other elephants are, because it reaffirms the fact that when they look around the room and they see all these other elephants that they must be an elephant too, or why would they be there?’*³⁸² Dit gebeuren wordt door de buitenwacht nogal eens negatief gepercipieerd als het *old boys network* (in de zin van: ons kent ons), maar een positieve invulling van dat begrip is ook denkbaar. Zo stelt Langman dat je in Nederland niet tot die club behoort ‘op grond van een eliteschool of universiteit die je bezocht hebt, maar omdat men je kent aangezien je je onderneming met succes geleid hebt.’³⁸³ Hoe dat ook precies zij, een dergelijke mate van sociale cohesie gaat veelal hand in hand met een vrij concreet samenstel aan sociale normen. Door de hechte groepsleden gedeelde regels en verwachtingen – een *esprit de corps*, een subcultuur – over hoe de groepsleden zich dienen te gedragen, die het gedrag van de leden beïnvloeden (door de mogelijkheid van sancties bij normafwijkend gedrag en beloning bij normconform gedrag) en die leiden tot een zekere mate van conformisme.³⁸⁴ Instructief voor de wijze waarop in Delaware wel tegen de materie wordt aangekeken is de betekenisvolle ‘terzijde’ van *Vice Chancellor Strine* van de *Delaware Chancery Court* dat *‘Delaware law should not be based on a reductionist view of human nature that simplifies human motivations on the lines of the least sophisticated notions of the law and economics movement. Homo sapiens is not merely homo economicus. We may be thankful that an*

³⁸¹ Kroeze 2008, p. 429-433 met veel verwijzingen en aardige details, waaronder het onderscheid in ‘normatieve beïnvloeding’ en ‘informatie beïnvloeding’ (waarover weer in detail Dallas 1997, p. 104-111). Zie ook Velasco 2004, p. 860: *‘The culture in corporate boardrooms is one of cooperation, not adversity’* (zonder voetnootverwijzing), Taylor/Peplau/Sears 2003, p. 241: *‘We tend to like people who are similar to us in attitudes, interests, values, background, and personality (...)’* en Cox/Munsinger 1985, p. 91: *‘Individuals who are quarrelsome, disagreeable, or rigid are disfavored (...)’* (met op p. 105-106 een soortgelijk rijtje als dat van Kroeze; Page 2009, p. 253 heeft actuele cijfers voor de VS).

³⁸² Zie Page 2009, p. 254. Ik wijs ook op Cox/Munsinger 1985, p. 91-99.

³⁸³ Langman 2005, p. 263.

³⁸⁴ Zie ook Assink 2007, nr. 3.f. Een opmerkelijk voorbeeld is de wijze waarop kennelijk tot voor kort bij ABN Amro de leden van het bestuur na een vergadering de vergaderruimte verlieten: strikt op volgorde van anciënniteit. Zie daarover en meer Smit 2008. Men kan dit afdoen als ouderwets, maar daar evengoed een respect voor traditie in onderkennen. Ook een kwestie van perceptie.

array of other motivations exist that influence human behavior; not all are any better than greed or avarice, think of envy, to name just one. But also think of motives like love, friendship, and collegiality, think of those among us who direct their behavior as best they can on a guiding creed or set of moral values. Nor should our law ignore the social nature of humans. To be direct, corporate directors are generally the sort of people deeply enmeshed in social institutions. Such institutions have norms, expectations that, explicitly and implicitly, influence and channel the behavior of those who participate in their operation. Some things are “just not done”, or only at a cost, which might not be so severe as a loss of position, but may involve a loss of standing in the institution. In being appropriately sensitive to this factor, our law also cannot assume – absent some proof of the point – that corporate directors are, as a general matter, persons of unusual social bravery, who operate heedless to the inhibitions that social norms generate for ordinary folk.’³⁸⁵ Die sociale normen spelen een belangrijke rol, naast de juridische regels van het ondernemingsrecht.³⁸⁶ Het is niet waarschijnlijk dat het voorgaande in een monistisch model wezenlijk anders zal zijn dan binnen het bestuursorgaan in een dualistisch model.

Hetzelfde geldt voor *Factor (b)*. Zoals opgemerkt in nr. 4.2 vindt besluitvorming binnen het bestuursorgaan van een vennootschap in de regel plaats op basis van consensus. Dit past ook bij de doorgaans aanwezige sociale cohesie. Het belang van consensus is dat in de besluitvorming veelal alle gezichtspunten worden meegenomen en gewogen, waarna een uitkomst

³⁸⁵ *In re Oracle, Inc. Derivative Litigation*, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003), waarop overigens in *Beam v. Stewart*, 845 A.2d 1040 (Del. 2004) met enigszins geïroniseerde wenkbrouwen lijkt te zijn gereageerd. Winter 2006b, p. 11 rept over ‘clubbability (het ergste wat je kan overkomen is dat je niet meer bij de club hoort).’ Zie ook Bainbridge 2002a, p. 37 over ‘a network of reputational and other social sanctions that shape incentives. Because membership in a close-knit group satisfies the human need for belonging, the threat of expulsion gives the group a strong sanction by which to enforce compliance with group norms. (...) because people care about how they are perceived by those close to them, communal life provides a cloud of witnesses whose good opinion we value. We hesitate to disappoint those people and thus strive to comport ourselves in accordance with communal norms.’

³⁸⁶ Zie o.a. Eisenberg 1999, p. 1253 die opmerkt dat ‘[c]orporate law serves both to facilitate and to regulate the conduct of the corporate enterprise. Insofar as corporate law is regulatory, it provides incentives and disincentives to the major actors in the corporate enterprise – directors, officers and significant shareholders – through the threat of liability. In significant part, however, these actors are motivated not by the desire to avoid liability, but by the prospect of financial gain, on the one hand, and by social norms, on the other’ en Bainbridge 2002a, p. 36: ‘Behavior is regulated by both law and social norms. A standard example of the distinction between the two is that leaving a tip after one eats in a restaurant is a social norm, while paying for one’s food is a legal requirement. Accordingly, we can roughly define a social norm as a social attitude specifying the behavior an actor ought to exhibit in a given situation.’

wordt bereikt die door alle groepsleden wordt ondersteund.³⁸⁷ Ook dit zal in een monistisch model in beginsel niet wezenlijk anders zijn dan binnen het bestuursorgaan in een dualistisch model. Er zitten ook gevaren aan een té vergaande mate van sociale cohesie in combinatie met een consensuscultuur. Daarop kom ik hierna terug.

Anders zit het met *Factor (c)*. In een monistisch model bevinden de niet-uitvoerende bestuurders zich immers niet in een geheel gelijkwaardige positie ten opzichte van de uitvoerende bestuurders (hun mede-bestuurders), nu de eerste mede toezicht houden op de tweede. In een structuurvennootschap komt de bevoegdheid tot ontslag (in wezen een vorm van werkgeversgezag) van deze tweede zelfs toe aan de eerste. Deze discrepantie is onvermijdelijk, want inherent aan het onderscheid tussen het bestuursorgaan in een monistisch model en in een dualistisch model. Maakt dit echt uit? Er zijn aanwijzingen dat als de verhouding tussen personen meer quasi- of zelfs volwaardige hiërarchische trekken krijgt, dit kan leiden tot verstoring van de balans omdat de ‘ondergeschikte’ eerder de neiging zal hebben zijn gedrag in hogere mate te conformeren aan de gepercipieerde inzichten van de ‘bovengeschikte.’³⁸⁸ Hoewel vanuit juridisch perspectief binnen het bestuursorgaan in een monistisch model geen sprake is van een zuivere hiërarchie, valt niet te ontkennen dat uitvoerende bestuurders zich in een andere positie bevinden dan niet-uitvoerende bestuurders (nog daargelaten dat de bestuursvoorzitter een niet-uitvoerend bestuurder dient te zijn; zie nr. 4.1). Ik sluit niet bij voorbaat uit dat deze omstandigheid invloed kan hebben op de wijze waarop uitvoerende bestuurders zich gedragen in het bestuurlijke besluitvormingsproces, bijvoorbeeld doordat deze zich in sterkere mate conformeren aan de gepercipieerde opvatting van de niet-uitvoerende bestuurders. Intussen lijkt daarvoor wel ten minste vereist dat laatstgenoemden zich dominant opstel-

³⁸⁷ Zie o.a. Haft 1981, p. 33: ‘*The empirical evidence strongly suggests that a consensus decision rule leads to higher quality decisions than a majority rule. (...) The researchers attributed the superior results of the consensus groups to the fact that the consensus rule forced the groups to recognize and deal with differences of opinion rather than to deny or ignore them.*’

³⁸⁸ Zie o.a. Haft 1981, p. 13, 20: ‘*Unless the subordinates trust their superior, they may say what they think the superior wants to hear. The superior-subordinate relationship may similarly prejudice group “voting” on decisions. The pressure upon the subordinates in a group to conform to what they anticipate their superiors want is very strong. (...) equality is fragile. Seemingly small tinkering may upset the fine balance. A stark example would be granting directors the power to remove a codirector from office with or without cause, but most boards have no such power. (...) The power of certain directors to evaluate the other directors may reduce the quality of decision-making because it will “unpeer” the director group. (...) experience-rating and monitoring by certain individuals creates a hierarchy rather than a peer group.*’ Ik wijs ook op Kroeze 2008, p. 435.

len en dat de dreiging van sancties voor uitvoerende bestuurders bij ‘afwijkend’ gedrag een reële is. Het ligt in de rede dat als dit verschil zich manifesteert, de sociale cohesie binnen het bestuur evenmin optimaal is.

Anders zit het ook met *Factor (d)*. Boek 2 BW bepaalt niet uit hoeveel personen het bestuur of de raad van commissarissen van een besloten of naamloze vennootschap moet bestaan, afgezien van art. 2:158/268 lid 2 BW dat voor de structuurvennootschap stipuleert dat de raad van commissarissen uit ten minste drie leden bestaat. In de praktijk komt het voor dat het bestuur of de raad van commissarissen uit één, twee of meer personen bestaat. In besloten verhoudingen, vooral binnen besloten vennootschappen, is het aantal bestuurders en commissarissen (indien al aanwezig) in de regel beperkt tot één of enkele personen, nog afgezien van eenpersoonsvennootschappen waarin de bestuurder tevens de enig aandeelhouder is. Vooral de grotere naamloze (beurs)vennootschappen laten andere cijfers zien. Ter indicatie, begin 2008 hadden volgens Kroeze de 23 toenmalige AEX-fondsen een mediaan van vier bestuurders en acht commissarissen (of niet-uitvoerende bestuurders).³⁸⁹ Als ik dezelfde exercitie uitvoer medio september 2009 onder 20 Nederlandse aan NYSE-Euronext te Amsterdam genoteerde vennootschappen (*large-cap*) met een dualistisch model, leidt dat eveneens tot een mediaan van vier bestuurders en acht commissarissen. Die aantallen zijn dus beduidend hoger. Het gaat dan primair – zeker in 2009 – om vennootschappen die een dualistisch model van ondernemingsbestuur hanteren. Hoe verhoudt zich dat bijvoorbeeld tot de VS, waar het monistische model juist dominant is? Bainbridge verwijst in 2008 naar cijfers waaruit blijkt dat ‘in 2006 the median number of directors at the surveyed public manufacturing companies was nine, eight of whom were outsiders.’³⁹⁰ Davis verwijst in 2005 naar een onderzoek waaruit blijkt dat ‘the median number of directors for a sample of large public firms declined from 14 in 1977-1988 to 12 in 1989-1994.’³⁹¹ Uit deze inventarisatie valt af te leiden dat, uitgaande van de mediaan, de bemanning van het bestuursorgaan in een dualistisch model ruim de helft lager is dan de bemanning van het bestuursorgaan in een monistisch model zoals gehanteerd in de VS. Als dit een betrouwbare graadmeter is voor de toekomstige invulling van het monistische model binnen Nederlandse beursvennootschappen, duidt dat erop dat het bestuursorgaan in een dualistisch model veelal uit aanzienlijk minder personen zal bestaan dan het bestuursorgaan in een monistisch model. De samenstelling van het

³⁸⁹ Kroeze 2008, p. 427. De Bos/Lückerath-Rovers 2008, p. 20 komen, op basis van antwoorden van 405 commissarissen op de vraag uit hoeveel personen de raad van commissarissen van de betreffende commissaris bestaat, uit op *gemiddeld*: 6 leden voor beursvennootschappen, 4,9 leden voor niet-beursvennootschappen en 2,8 leden voor familievennootschappen.

³⁹⁰ Bainbridge 2008, p. 188. Zie voor oudere cijfers Bainbridge 2002a, p. 42.

³⁹¹ Davis 2005, p. 1340.

bestuursorgaan bij Unilever – dat een monistisch model hanteert – wijst daar ook op: twaalf leden met twee uitvoerende en tien niet-uitvoerende bestuurders (medio september 2009). Ook hier zit dan dus een verschil. Het voorgaande oogt wellicht niet heel verrassend (als de toezichhouders deel uitmaken van het bestuur is het op zich logisch dat het bestuur wat uitdijt), maar is niet zonder belang.

Naarmate de groep in omvang toeneemt – wat mede zal afhangen van de aard, omvang en complexiteit van de vennootschap – zal hoogstwaarschijnlijk ook de totaliteit aan kennis, ervaring, interesses en vaardigheden toemen, maar er zullen ergens ook beperkingen intreden; de groepsdynamiek verandert. In een grotere groep worden bijvoorbeeld de communicatielijnen langer, meer mensen zullen het woord willen voeren, meer standpunten zullen ter tafel komen, meer mensen zullen langer bezig zijn hun eigen standpunt te formuleren in plaats van écht naar anderen te luisteren en andere opvattingen te evalueren. Ik wijs hier ook op het fenomeen getiteld *social loafing*. Daarmee wordt in wezen bedoeld dat mensen in groepsverband de neiging kunnen hebben minder hard te werken dan zij individueel zouden doen, naarmate hun persoonlijke bijdrage aan een gezamenlijke activiteit zoals besluit- en beleidsvorming minder zichtbaar/meetbaar is. Die bijdrage gaat dan toch verloren in het ‘groepsgeweld’, zo is nogal eens de gedachte, zodat er geen prikkel meer bestaat extra inspanningen te leveren om lof van de groep te verdienen of kritiek van de groep te voorkomen. Men kan het ook zo zien dat als een groep in omvang toeneemt, het persoonlijke verantwoordelijkheidsgevoel sneller afkalft en de kans op *social loafing* (‘duikgedrag’) mee groeit.³⁹² Het is niet eenvoudig te meten in hoeverre dit fenomeen zich voordoet in de ondernemingsrechtelijke context. Zo wordt wel aangenomen dat ‘*members of a multi-member board likely engage in a certain amount of social loafing*’, maar ook dat ‘*social loafing is greatest when people work with strangers, is reduced when people work with acquaintances, and disappears when people work in a highly valued group*’,³⁹³ terwijl bij dat laatste weer kan worden aangetekend dat de in dit scenario veronderstelde verhoogde mate van onderlinge controle binnen de groep op ieders

³⁹² Zie o.a. Taylor/Peplau/Sears 2003, p. 301: ‘*Not surprisingly, the tendency toward social loafing increases as the size of the group increases.*’

³⁹³ Bainbridge 2008, p. 81 respectievelijk Taylor/Peplau/Sears 2003, p. 301. De laatste merken ook op dat ‘*[t]he possible consequences of group performance also make a difference. Providing rewards for high group productivity can reduce social loafing. (...) Social loafing is also less likely to occur on tasks that are meaningful, complex, or interesting. When the task is difficult or challenging, individuals are less likely to slack off.*’

bijdrage ook weer bloot kan staan aan *social loafing*.³⁹⁴ Hoe dan ook, in relevant onderzoek wordt wel betoogd dat, waar het gaat om kwaliteit van besluitvorming, een optimale groepsbezetting rond de vijf personen beslaat. Ik noem hier Haft, die verduidelijkt dat '*[t]he size of the group obviously influences its performance. The range of resources available to the group increases with group size, as does the probability that the group will contain at least one member capable of performing the task. But relatively fewer group members then participate, forming subgroups as a result. Thelen suggested the "principle of least group size": just large enough to include individuals with all the relevant skills for problem solution. Bales reported that the optimum group size in his group decision experiments was five. Slater found five to be the optimum size when individual member "satisfaction" with the intellectual task of the group is an important criterion. Subjective satisfaction with the task is an incentive that a board should offer to attract independent directors.*'³⁹⁵ Dat laatste sluit aan op het eerder gememoreerde onderzoek, waaruit blijkt dat Nederlandse bestuurders (en commissarissen) vooral 'het plezier in het spel' als belangrijk onderdeel van hun functie beschouwen.³⁹⁶ Dit aantal van vijf komt in de buurt van voornoemde mediaan van vier bestuurders in een dualistisch model,³⁹⁷ maar naar het zich laat aanzien niet in de buurt van de verwachte bemanning van het bestuursorgaan in een monistisch model. Aan dat laatste valt een mouw te passen door te werken met commissies (wat zich in het monistische model ook wel zal voordoen, vooral bij beursvennootschappen), al blijft als uitgangspunt gelden dat onderwerpen waarover door alle bestuurders dient te worden besloten, niet simpelweg binnen commissies afgekaart kunnen worden. Het *social loafing*

³⁹⁴ Dat wordt dan een gebed zonder eind. Zie ook Bainbridge 2008, p. 103 die opmerkt dat '*[e]ven though faithful monitoring may be in an individual director's interest, he or she may assume that other directors will do the hard work of identifying sub-par performances, permitting the free rider to shirk. As in any free riding situation, this will tend to result in sub-optimal levels of monitoring. Put another way, (...) group decision making can result in social loafing.*'

³⁹⁵ Haft 1981, p. 32-33 (zonder voetnootverwijzingen). Zie ook Smit 2008, p. 59 over de raad van commissarissen van ABN Amro: 'Het is een Hollands onderonsje, maar met achttien leden is er nauwelijks een inhoudelijke discussie mogelijk. Het zo gewenste afslanken van dit toezichthoudend instituut duurt eindeloos.' Uit het relaas van Smit blijkt dat de raad van commissarissen er soms 'voor spek en bonen' bijzat en door het bestuur niet als volwaardige *sparringpartner* werd gezien. Op het vlak van optimale groepsomvang lijkt nader onderzoek nuttig, aldus ook Bainbridge 2002a, p. 43.

³⁹⁶ Kroeze 2008, p. 432-433.

³⁹⁷ Zie ook De Bos/Lückerath-Rovers 2008, p. 20, waarin wordt gerapporteerd over 379 commissarissen die antwoorden op de vraag welke omvang een *optimale* raad van commissarissen voor de organisatie van de betreffende commissaris heeft en daarbij uitkomen op (naar ik aanneem: gemiddeld): 6.2 leden voor beursvennootschappen, 5 leden voor niet-beursvennootschappen en 3.8 leden voor familievennootschappen.

fenomeen, voor zover zich dat manifesteert in de ondernemingsrechtelijke context, valt tegen te gaan door in het besluitvormingsproces individuele bijdragen van de groepsleden structureel meer uit te lichten; voornoemde prikkel blijft dan aanwezig.

Het werken met commissies en het uitlichten van individuele bijdragen is ook in breder verband relevant, namelijk voor de haken en ogen die aan sociale cohesie kunnen zitten. Ik hanteer hier twee invalshoeken. *De eerste* invalshoek, waarmee ik begin, ziet op de *interne* verhouding tussen de groepsleden van het bestuursorgaan. Een groep met een goede sociale cohesie heeft weliswaar de potentie om in verhouding tot individuen te komen tot kwalitatief betere besluitvorming, maar staat ook bloot aan eigen *group biases*. Een eerste fenomeen in dit verband is dat groepen ná de groepsdiscussie nogal eens tot besluiten komen die uiteindelijk risicovoller zijn dan de zienswijzen van de individuele groepsleden *voorafgaand* aan de besluitvorming. Deze risicoacceleratie wordt ook wel de *risky shift* genoemd. *‘There seems to be a polarizing effect in group decisionmaking, so that post discussion consensus is more extreme than the individual pretest results’*, aldus Bainbridge.³⁹⁸ Omdat een conservatieve – of: risicomijdende – grondhouding van individuele groepsleden *voorafgaand* aan besluitvorming vaak resulteert in een nog conservatievere uitkomst, wordt in bredere zin ook wel gesproken over *group polarization*. Deze polarisering in de besluitvorming kan twee kanten uitwerken. Voorwaarde lijkt wel te zijn dat de voorkeur breed gedragen wordt. Zijn de opvattingen binnen de groep verdeeld, dan komt de besluitvorming ergens in het midden uit en is deze dus minder extreem. Dit wordt wel *depolarization* genoemd.³⁹⁹ Relevanter voor deze paragraaf is het *groupthink* concept. Daarvan is sprake indien in een groep met een zeer sterke sociale cohesie de drang naar consensus zó sterk is, dat de groepsleden per saldo de kwaliteit van de besluitvorming ondergeschikt maken aan het bereiken van die consensus, met als resultaat verhoogde kans op besluiten die – achteraf bezien – desastreus uitpakken door (i) een gebrek aan kritiek van de groepsleden op zichzelf en op anderen en (ii) te weinig kennis van de groep omtrent mogelijke alternatieven en andere relevante aspecten. De groep komt dan tot een beslissing zonder dat de groepsleden hun individuele scepsis/twijfels/kanttekeningen hebben kunnen openbaren, omdat zij (i) ieder voor zich denken de enige met die ‘mitsen en maren’ te zijn, (ii) deze weggredeneren, (iii) de groep daarmee niet willen belasten en/of (iv) andere groepsleden willen ‘sparen’, waardoor de fictie van unanieme besluitvorming ontstaat. Dit gaat vaak gepaard met conformiteit bevorderende omstandigheden, zoals:

³⁹⁸ Bainbridge 2002a, p. 31.

³⁹⁹ Zie o.a. Taylor/Peplau/Sears 2003, p. 316-317 die dieper ingaan op deze fenomenen.

- (a) een onrealistisch optimisme binnen de groep;
- (b) een sterke leider, die duidelijk en met verve vóór een bepaalde koers pleit;
- (c) afscherming door de groep van de buitenwacht (en daarmee van mogelijk kritische geluiden);
- (d) vrees voor sancties van andere groepsleden bij het ventileren van bezwaren; en/of
- (e) een proces van besluitvorming waarin zeer snel een uitkomst wordt bereikt (doordat groepsleden direct aansluiten zodra duidelijk is dat een meerderheid zich aftekent), waarna de discussie slechts dient om de bereikte uitkomst te verankeren.⁴⁰⁰

Bainbridge conceptualiseert het kortweg zo dat *'[t]he desire to maintain group cohesion trumps the exercise of critical judgment. Adverse consequences of groupthink thus include the prospect that the group will fail to examine alternatives, fail to be either self-critical or evaluative of others, and be selective in gathering information. Studies of meeting behavior, for example, conclude that people tend to prefer options that have obvious popularity. Boardroom culture encourages groupthink. Boards emphasize politeness and courtesy and the expense of oversight.'*⁴⁰¹

⁴⁰⁰ Zie uitvoerig Taylor/Peplau/Sears 2003, p. 318-319 (die ook opmerken dat het onderzoek naar dit fenomeen niet zonder kritiek is gebleven) en Haft 1981, p. 37-38. Kroeze 2008, p. 437 spreekt over een 'gemankeerd besluitvormingsproces.' Ik wijs ook op Page 2009, p. 260-285, die op verhelderende wijze uitlegt waarom het vertrekpunt van redenering voor een beslissers (*the starting point*) belangrijk is in dit verband en vervolgens diverse valkuilen in het besluitvormingsproces belicht. Het uitdiepen van deze materie gaat het bestek van dit preadvies helaas te buiten. Zie ook HBS 2009, p. 12: *'Yet another board member described what happens when a board lets the CEO dominate the discussion: "I think that what happens is you get this kind of groupthink on the board, where the CEO sets the agenda and after a while people stop objecting"'* en LDN 2009, p. 7: *'Some directors are reluctant to openly challenge management's strategy: "My biggest frustration is (...) sometimes directors won't speak up in a meeting when you want them to talk. And then I go to them after the meeting and say, "why didn't you speak up? That was your chance"'*. Niet ongevaarlijk vanuit deze optiek is de opmerking van een Amerikaanse *director* in LDN 2009, p. 8 over het proces van besluit- en beleidsvorming in een monistisch model dat *'[t]he lead director is crucial in bringing together more uniform thinking and broader consensus for action.'*

⁴⁰¹ Bainbridge 2008, p. 99 (zonder voetnootverwijzing). Zie ook Fink 2006, p. 466: *'Social capital refers to the collection of relationship networks that a person maintains. It influences a group by increasing the senses of cultural norms and mutual identification, but decreases the openness among group members and the number of alternatives they consider. Consequently, "friends" are reluctant to critically evaluate each other out of fear that such criticism will jeopardize their relationships'* en Dallas 2002, p. 1393: *'Too much cohesion may result in the reduction of critical thinking and self-censorship. Cohesive groups can engage in "groupthink" in which group decision making fully replaces the exercise of individual judgment'* (zonder voetnootverwijzingen).

Dat deze omstandigheden een rol spelen in de praktijk wordt geïllustreerd door de ondergang van de beroemde Amerikaanse bank Lehman Brothers eind 2008 als gevolg van onverantwoorde kredietverlening aan particulieren, zoals vastgelegd door een voormalig *vice-president* van de bank (Lawrence McDonald). Uit zijn relaas blijkt:

- (a) dat de structuur van de onderneming veel weg had van een sekte: discussie over het gevoerde beleid werd niet op prijs gesteld, lastige vragen werden uitgelegd als een uiting van een negatieve instelling, elke vorm van tegenpraak werd afgestraft en wie niet loyaal was aan de gemeenschappelijke doelstelling kon ‘opkrassen’ van de *Chief Executive Officer* (Richard Fuld);
- (b) dat de onderneming in feite werd geleid door Fuld en zijn secondant (Joseph Gregory), die elkaar de hand boven het hoofd hielden en zich bewust hadden omringd met een zwakke *board of directors* vol ‘jaknikkers’ zonder kennis van de bancaire wereld; en
- (c) dat relatieve buitenstaanders met verstand van zaken, zoals de *Chief Risk Officer* (Madelyn Antonic), door Fuld en Gregory buiten risicovolle ondernemingsactiviteiten werden gehouden.⁴⁰²

Er lijken wel veranderingen gaande in de VS. Zo blijkt uit recent Amerikaans onderzoek onder *directors* dat ‘*their boards had grown more effective in recent years, and that the quality of their fellow directors had improved. For one*

⁴⁰² McDonald 2009, p. 36-41. Zie over Fuld ook *De Volkskrant* van 15 september 2009, p. 6 (‘Probleembankier zonder vrienden’): ‘Hij ziet zijn werkomgeving als oorlogsgebied, beschouwt Lehman-werknemers als zijn soldaten en het bankgebouw als een slagschip dat zijn kanonnen op rivalen heeft gericht. (...) Zijn mantra: risico, risico en nog meer risico. Zijn drijfveer: zoveel mogelijk geld verzamelen. Zowel voor Lehman, dat het onder zijn leiding beter doet dan ooit, als voor zichzelf. In de vijftien jaar die hij aan het roer staat, incasseert Fuld ruim een half miljard dollar aan salaris en bonussen [dit is geen verschrijving, BFA]. De *Financial Times* benoemt hem officieel tot “dief”, omroep CNBC tot “slechtste Amerikaanse ceo aller tijden”. Ik noem hier ook M.D. Eisner, de voormalig *Chief Executive Officer* van The Walt Disney Company die in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 2005 WL 2056651 (Del. Ch. 2005) werd afgeschilderd als een man ‘*who enthroned himself as the omnipotent and infallible monarch of his personal Magic Kingdom*’ die ‘*stacked his (and I intentionally write “his” as opposed to “the Company’s”) board of directors with friends and other acquaintances who, though not beholden to him in a legal sense, were certainly more willing to accede to his wishes and support him unconditionally than truly independent directors.*’ Een ander voorbeeld, de oud-topman en grootaandeelhouder van Hollinger International Lord C.M. Black (Baron Black of Crossharbour), heb ik elders in detail beschreven (met hem is het niet goed afgelopen, hij zit thans achter tralies vanwege een forse strafrechtelijke veroordeling). Zie ook Assink 2007, p. 155 over de gevallen oud-topman van WorldCom B.J. ‘Bernie’ Ebbers (die zelfs 25 jaar gevangenisstraf aan zijn broek kreeg vanwege – kort gezegd – frauduleus handelen in boekhoudkundig opzicht).

thing, the number of independent directors had increased. "There was a movement toward all independent directors, with the exception of the CEO", one director reported. These new directors also seemed better qualified than their predecessors. "I think the boards that I am on have all recruited new members", another director told us, "and I would say have significantly upgraded the board – fewer of the cronies and the old-timers, and more of the real professionals, experienced people who have some "value add" to the board." Another commented: "I'm impressed by the quality of the people that are willing to provide time. They're frequently a mix of people who have expertise in a particular area that is important to the company, people who have operations or CEO experience, or people who have financial or Street experience. They typically are very impressive. I think it is important to make sure that there is some breadth of experience, because it does provide you with insights that are hard to get otherwise".⁴⁰³

In dergelijke situaties is het voor niet-uitvoerende bestuurders in een monistisch model denkkelijk lastiger om objectief te opereren (waaronder het toezicht houden op de uitvoerende bestuurders en waar nodig in te grijpen) dan het voor commissarissen is in een dualistisch model, bijvoorbeeld in de in nr. 3.2.2 onder (ii) geduide gevallen (zie nr. 4.2). De laatsten maken immers geen deel uit van het besluit- en beleidsvormingsproces binnen het bestuur als zodanig in specifieke gevallen en evenmin van de groepsprocessen binnen het bestuur in bredere zin.⁴⁰⁴ Al vormt dit laatste ook weer geen absolute waarborg voor het niet doorsijpelen van deze effecten in een dualistisch model. Denk bijvoorbeeld aan gevallen waarin (i) tussen het bestuur en de raad van commissarissen een hoge mate van sociale cohesie bestaat, (ii) de raad van commissarissen telkens alleen gezamenlijk met het bestuur vergadert (dit gebeurt vaak, maar verdient mijns inziens geen aanbeveling; zie nr. 3.2.2) en (iii) de commissarissen tot besluitvorming komen nadat de hoofdlijnen van de te voeren discussie al zijn afgestemd door de voorzitter van het bestuur en de voorzitter van de raad van commissarissen. De commissarissen lopen dan min of meer achter de feiten aan en kunnen zo gemakkelijker meegezogen worden in een *groupthink* proces. Ook daar ligt een taak voor de voorzitter van de raad van commissarissen (zie nr. 3.2.2).

Het is niet doodeenvoudig om deze valkuil van sociale cohesie af te dekken, maar gedacht kan daarbij worden aan:

⁴⁰³ HBS 2009, p. 4.

⁴⁰⁴ Zie ook De Nijs Bik 2009, p. 172-173.

- (a) voldoende diversiteit binnen de relevante groep, zowel qua samenstelling (denk aan leeftijd, specialisme, sociale achtergrond, sekse, nationaliteit)⁴⁰⁵ als doorstroom van leden, al (i) dient daarmee de voor een goed functioneren minimaal vereiste mate van samenhang tussen de groepsleden niet verloren te gaan (hier gaat het spreekwoord van ‘het kind en het badwater’ op⁴⁰⁶), (ii) bestaan er ook praktische obstakels (denk aan taal- en geografische barrières) en (iii) is het denkbaar dat naarmate de diversiteit toeneemt hetzelfde geldt voor de kans op *social loafing*;⁴⁰⁷
- (b) structureel en serieus de nodige aandacht besteden aan en het uitlokken van individuele standpunten van groepsleden (waaronder eventuele scepsis/twijfels/kanttekeningen) als onderdeel van het samenstel aan sociale normen, hetgeen ook het risico van *social loafing* vermindert; en
- (c) het ‘gezond houden’ van de discussie door (i) de discussie niet vroegtijdig door enkele personen te laten domineren of steeds door dezelfde persoon te laten leiden (maar bijvoorbeeld door een wisselende discussieleider die zijn/haar kaarten eerst tegen de borst houdt, betrokkenheid van alle groepsleden bevordert, reacties/vragen uitlokt en waakt over de vergaderorde), (ii) niet geforceerd te sturen op het bereiken van consensus, (iii) in kleinere groepen met voldoende kritische massa van gedachten te wisselen en de uitkomsten naast elkaar te leggen (dus ook buiten het reguliere commissieverband), (iv) leden wisselend ‘advocaat van de duivel’ te laten spelen, (v) continu alert te blijven op het delen van niet-collectief bekende relevante informatie, (vi) de zienswijze van deskundige

⁴⁰⁵ Zie o.a. Maharaj 2007, p. 11-14 over verschillende typen bestuurders (hij onderscheidt *Change Agents versus Controllors*, *Challengers versus Critics*, *Counsellors versus Cheerleaders* en *Consensus-Builders versus Conformists*), Boot/Cools 2008, p. 45, Kroeze 2008, p. 450-452 en De Bos/Lückerath-Rovers 2008, p. 37, 40. Zie ook Easterbrook 2009, p. 694-695 over ‘four models of the corporate board’, daarbij onderscheidend (i) ‘the Sarbanes-Oxley model’ met veel buitenstaanders, (ii) ‘a generational competition model’ met ‘the current managers and their underlings, who will be tomorrow’s top dogs’, (iii) een model dat berust op ‘large bloc holders to do monitoring’ en (iv) een model waarin toezicht bestaat uit ‘the market in corporate control.’

⁴⁰⁶ Zie o.a. Kroeze 2008, p. 434, die verwijst naar de opmerking van een (voormalig) commissaris en bestuurder bij diverse (beurs)vennootschappen dat ‘vechtboards’ niet werken (‘Je moet uiteindelijk, indien nodig na pittige discussie, consensus bereiken. Ik heb nog nooit meegemaakt dat er gestemd moet worden – dan zou er iets fout zitten’) en Fink 2006, p. 468: ‘In conclusion, the optimal solution is a combination of both diverse viewpoints, which foster meaningful debate and exploration of viable alternatives, and collegiality, which encourages compromise and a mutual commitment to reach the best result given the particular time constraint’ (zonder voetnootverwijzing).

⁴⁰⁷ Zie o.a. Dallas 2002, p. 1383-1403 over ‘the hidden story of corporate boards’, die onder veel meer opmerkt dat ‘[t]hus, some compromise between cognitive conflict and cohesion appears necessary for effective group decision making’ (zonder voetnootverwijzing).

derden te polsen (voor een *reality check*), (vii) de duur van de beraadslaging te verlengen, (viii) bezinningsmomenten in te lassen (bijvoorbeeld door de daadwerkelijke besluitvorming uit te stellen tot een volgende bijeenkomst), (ix) tussentijdse anonieme stemmomenten in te lassen en/of (x) de vergaderruimte zo in te richten dat groepsleden elkaar optimaal kunnen zien (denk aan gelaatsuitdrukkingen) en horen tijdens de discussie.⁴⁰⁸

Deze aandachtspunten zijn logischerwijs niet alleen relevant voor het bestuur in een monistisch model, maar – ten minste op onderdelen – ook voor het bestuur en de raad van commissarissen in een dualistisch model.⁴⁰⁹ Er zijn overigens aanwijzingen dat naarmate groepsleden sterkere aanwijzingen hebben dat zij verantwoording zullen moeten afleggen over de te nemen beslissing, het besluitvormingsproces evenwichtiger/zorgvuldiger trekken krijgt. Dit wordt wel *preemptive self-criticism* genoemd, een prikkel waardoor groepsleden anticiperen op dat verantwoordingselement door op meerdere en complexere wijzen de problematiek te benaderen en door te denken, daarbij diverse mogelijke bezwaren signalerend en ontkrachtend. Dit effect lijkt het sterkst te zijn wanneer (i) op voorhand duidelijk is dat verantwoording afgelegd dient te worden tegenover een buitenstaander (ii) van

⁴⁰⁸ Zie o.a. Page 2009, p. 291-292, Walker 2009, p. 8-9, Bainbridge 2002a, p. 45-47 en Haft 1981, p. 35, 37-43. In de VS, waar doorgaans de *Chief Executive Officer* ook de *chairman* van de *board of directors* is (anders dan in het VK), wordt in toenemende mate gebruik gemaakt van een *lead director*. Zie over dat fenomeen – naast LDN 2008 en LDN 2009 – o.a. HBS 2009, p. 12-13: ‘Many directors emphasized that the board’s relationship with management depends heavily on the leadership of the board itself. Although there have been many calls in recent years for American companies to separate the job of board chair from that of CEO, most of the companies whose directors we interviewed had gone a different route. They had created the position of lead director, typically occupied by an independent director, whose main job was to lead discussion when management was not present. As a number of our interviewees pointed out, selection of an effective lead director was important in improving management-board relationships. For one thing, a skilled lead director can assure open communication with management. “I’m really happy that on all my boards we have a lead director who can be very blunt with the CEO”, one director said. (...) The lead director, we were told, can also enable the CEO to raise sensitive issues with the board without damaging their relationship with him. ‘If you want the CEO to be transparent, (...) then you can’t take every little thing that he tells you is wrong in the company and then drill down on it and beat him up on it. That’s what gets management sometimes gun-shy about letting boards really know what’s going on’, one director said. (...) Having a lead director, we were told, also helps boards deal with crises. When a board faces suddenly enhanced complexity and uncertainty, such a leader can help guide them. (...) The lead director typically works closely with the CEO on behalf of the board to assure that the board’s agendas include issues of importance to the board, and that the board gets the information it wants.’

⁴⁰⁹ Zie ook principe III.3 van de *Corporate Governance Code* 2008.

wie de zienswijze onbekend is, (iii) die het belang van accuraatheid onderkent, (iv) die zich sterker richt op processen dan op specifieke uitkomsten, (v) die betrekkelijk goed geïnformeerd is en (vi) die goede redenen heeft om onderzoek te doen naar de beweegredenen achter de besluitvorming in de groep.⁴¹⁰ De reële mogelijkheid of zelfs zekerheid van een enquêteprocedure voor de Ondernemingskamer lijkt mij wel aan deze voorwaarden te voldoen (zie nr. 2.2).

De tweede invalshoek, waarmee ik deze paragraaf afsluit, ziet op de *externe* verhouding tussen het bestuur en de algemene vergadering c.q. aandeelhouders. Gelet op het voorgaande is het wel denkbaar dat in een monistisch model sneller een sterker ontwikkeld ‘wij/zij’ groepsgevoel kan ontstaan bij niet-uitvoerende bestuurders (samen met de uitvoerende bestuurders) dan in een dualistisch model bij commissarissen (samen met de bestuurders). Ook daarom (zie nr. 4.2) getuigt het niet van realiteitszin voetstoots aan te nemen dat in een monistisch model niet-uitvoerende bestuurders op adequate wijze een bemiddelende rol kunnen vervullen, zoals bedoeld in nr. 3.2.2 onder (i). Hier kan de zogeheten *ingroup bias* de kop opsteken, waarmee in wezen wordt bedoeld dat binnen het bestuursorgaan groepsleden de neiging hebben meningsverschillen van dat orgaan met bepaalde derden – zoals aandeelhouders – op krachtige wijze uit te vergroten en de voorkeur te geven aan de eigen groep, reeds omdat zij deel uitmaken van dat orgaan en die anderen niet.⁴¹¹ De oorzaak van dit robuuste fenomeen wordt wel herleid tot de diepgewortelde menselijke neiging om, via de groep waarvan men deel uitmaakt, het zelfbeeld te vergroten.⁴¹² Ik wijs hier op Cox en Munsinger, die stellen dat *‘[p]rior or ongoing interaction between individuals, called interpersonal familiarity in the psychological literature, has been repeatedly demonstrated to be a source for strong biases favouring a familiar ingroup and correlatively disfavouring a threatening or*

⁴¹⁰ Zie Davis 2005, p. 1326-1327 met verwijzingen. Dit doet een beetje denken aan de observatie van Winter 2003, p. 335, zij het in ander verband, dat bestuurders en commissarissen ‘wat dat betreft als subatomaire deeltjes [zijn]: zij gedragen zich anders indien zij worden geobserveerd.’

⁴¹¹ Zie o.a. Velasco 2004, p. 861-862: *‘Ingroup bias is “the tendency to favor the in-group over the out-group in evaluations and behavior.” Although the theories explaining ingroup bias may be the subject of debate, evidence of the existence of ingroup bias is extensively documented in the psychological literature. (...) Although this favoritism is magnified as a person’s attraction to and identification with the ingroup increases, studies have consistently found that categorization itself is enough to generate ingroup bias’* (zonder voetnootverwijzingen).

⁴¹² Davis 2005, p. 1317-1323 biedt een waardevolle dwarsdoorsnede van de relevante wetenschappelijke onderzoeken en merkt op dat *‘[g]roup membership can be a powerful force – much more powerful than we might intuitively expect – of influence on how individuals act in settings that relate the group to outsiders.’* Zie ook Page 2009, p. 249-253.

*unfamiliar outgroup. Ingroup bias is generated by the tendency to raise or reinforce one's own self-worth by magnifying differences between a person's ingroup and a threatening outgroup. In the small group or committee, ingroup bias is an analog of ethnocentrism among larger populations and nations. Both psychological research and real world experience support the conclusion that ingroup bias is a remarkably prevalent and robust phenomenon, one that is caused by many psychological factors including hostility, conflict, competition, importance of the group differences, and familiarity with the environment.*⁴¹³ Wat betreft de *directors* die deel uitmaken van een monistisch model naar Amerikaanse snit onderstreept Velasco dat diverse factoren *'increase their attraction to, and identity with, the group. For example, the position of director is a highly desirable one. In addition, directors tend to be relatively homogeneous and share strong cultural bonds. As board members, they have a fair amount of familiarity and ongoing interaction with each other. Finally, they often find themselves in situations where there may be perceived competition with out-groups. Together, these factors strengthen the potential for ingroup bias significantly.'*⁴¹⁴ Dit past bij de hiervoor – onder Factor (a) – aangestipte kenmerken van sociale cohesie.⁴¹⁵ Deze neiging blijkt lastig uit te schakelen; ook indien een functionaris zichzelf ziet als een integer en eerlijk mens die erop gericht is 'het juiste' te doen, onder meer door de menselijke capaciteit om eigen gedrag te rationaliseren

⁴¹³ Cox/Munsinger 1985, p. 99-108, die daarbij onder veel meer wijzen op *'a drive for self-validation'* in welk verband *'group categorization is an important vehicle toward satisfying this social need. (...) Members of the ingroup derive positive support for their own self-concept and self-esteem on the basis of favourable evaluations of their own familiar ingroup compared with the unfamiliar outgroup that is seen as being different and inferior. (...) The relative strength of any ingroup bias is strongly related to two factors: the importance of the differences an individual perceives between the groups and the familiarity of ingroup members with each other. Familiarity appears to be a dominant consideration because it has been found that the perceived differences increase and the value placed on the differences rises in proportion to greater familiarity among ingroup members and the relative strangeness or unfamiliarity of the outgroup members'* (zonder voetnootverwijzingen). Zij richten zich vooral op het besluitvormingsproces binnen de zogeheten *Special Litigation Committee* in een afgeleide actie. Zie daarover Assink 2007, nr. 9.h.

⁴¹⁴ Velasco 2004, p. 862-863 (zonder voetnootverwijzingen).

⁴¹⁵ Kroeze 2008, p. 436 sluit aan op de bevindingen van Cox en Munsinger, daarbij wijzend op *'een hechte groep zoals het bestuur of de raad van commissarissen, waarin sprake is van onderlinge afhankelijkheid, aantrekkingskracht tussen en gelijkenis van de leden onderling en hoge motivatie om tot de groep te (blijven) behoren', op 'onderzoek waaruit blijkt dat juist het oordeel van een groepslid over eigenschappen als betrouwbaarheid, eerlijkheid en loyaliteit van medegroepsleden het meest gekleurd is door het groepslidmaatschap' en op het fenomeen dat 'een individueel groepslid prestaties van andere groepsleden of van de groep als geheel, ervaart als zijn eigen prestaties.'*

(bijvoorbeeld door het ‘weg redeneren’ van onwenselijke aspecten) en het besluitvormingsproces zó aan te passen dat een positief zelfbeeld bewaard blijft.⁴¹⁶ Dit geldt in algemene zin voor de omgang van mensen met hun *biases*; die is notoir moeilijk. Page verwoordt het aldus dat vaak *‘the director can neither identify nor control biases. People appear to suffer from a subset of “bounded rationality”, sometimes termed “bounded ethicality” – an inability to perceive our own ethical limitations. Recent psychological research demonstrates that people are often both unaware of their biases and, more importantly, how their biases affect their decision making. What we decide can greatly depend on what we want to decide, but an “illusion of objectivity” prevents us from seeing the impact of our motivations. Ex ante we think we can decide ethically, and ex post we think we have decided ethically. What information we look for, how we evaluate what we find, and how we remember it are all affected by our initial cognitions and motivations.’*⁴¹⁷ Het streven naar integer gedrag is wenselijk, en daarop gebaseerde ‘gouden regels’ – zoals: het zit goed als ik dit met opgeheven hoofd aan een ander kan uitleggen – kunnen nuttig zijn voor functionarissen in de praktijk⁴¹⁸ (hetgeen ook geldt voor doorlopende ‘bijscholing’⁴¹⁹), maar dit vormt geen sluitende waarborg tegen misstanden. Daarmee is nog niet gezegd dat commissarissen in een dualistisch model daarvan geen last kunnen hebben. Zij werken immers met bestuurders samen binnen het vennootschappelijk verband van-

⁴¹⁶ Zie o.a. Davis 2005, p. 1324-1325 met verwijzingen, die verhaalt over *‘this human ability to reach the desired outcome through a seemingly neutral reasoning process’* en verduidelijkt dat *‘rationalization flourishes in decision environments where the problems are complex, the objectives multi-faceted, the potential trade-offs abundant, and the consequences uncertain’* (zonder voetnootverwijzing). Dit past naadloos in de ondernemingsrechtelijke context; zie o.a. nr. 3.2.1.

⁴¹⁷ Page 2009, p. 239-240. Zie ook Haft 1981, p. 51: *‘(...) our limited cognitive capacity is such that it prevents us from being aware of its limited nature.’*

⁴¹⁸ Zie o.a. Veasey 1997, p. 406 die centraal stelt dat *‘when the director looks in the mirror, how will he or she answer this question: will I be comfortable reading an investigative piece in the financial press or the tabloids displaying my behavior and my objectivity in carrying out my fiduciary duties as a director?’*

⁴¹⁹ Zie noot 248. Waar principe 2.1.10 van de Code Banken 2009 voorschrijft dat naast de jaarlijkse evaluatie van het eigen functioneren van de raad van commissarissen dit functioneren eens in de drie jaar onder onafhankelijke begeleiding wordt geëvalueerd, waarvan deel uitmaken *de betrokkenheid van ieder lid van de raad van commissarissen, de cultuur binnen de raad van commissarissen en de relatie tussen de raad van commissarissen en de raad van bestuur*, bevat *best practice* bepaling III.1.7 van de *Corporate Governance Code 2008* slechts een zelf-evaluatievoorschrift met betrekking tot de raad van commissarissen en ontbreken de hiervoor gecursiveerde elementen. Uit De Bos/Lückerath-Rovers 2008, p. 30 volgt dat 17% van de raden van commissarissen bij beursvennootschappen gebruik maakt van externe deskundigen. Bij niet-beursvennootschappen is dat 2% en bij familievennootschappen 7%. Een uitbreiding van deze code langs de gecursiveerde lijnen is mijns inziens serieus het overdenken waard.

uit een veelal gedeelde achtergrond, met als gezamenlijk richtsnoer het belang van de vennootschap (zie nr. 1.2, 3.1.1-3.1.2, 3.2.1-3.2.2 en 4.2⁴²⁰), wat hun eigen perceptie over de groep waartoe zij behoren kan kleuren. Wellicht verklaart dit bijvoorbeeld ook mede de ogenschijnlijk ‘bestuursvriendelijke’ opstelling van de raad van commissarissen van ASMI in het geschil binnen de vennootschap tussen bepaalde activistische aandeelhouders en het bestuur over aspecten van het te voeren ondernemingsbeleid (zie nr. 2.2), in welk verband de Ondernemingskamer dit orgaan diverse verwijten maakt.⁴²¹ In ieder geval (i) staan in de praktijk commissarissen in een dualistisch model doorgaans meer op afstand van het bestuur dan niet-uitvoerende bestuurders in een monistisch model (zie nr. 4.2) en (ii) maken commissarissen in een dualistisch model institutioneel categorisch deel uit van een andere groep (het orgaan de raad van commissarissen). Het vertrekpunt is dus wezenlijk anders. Dit is een interessant gebied voor nader onderzoek, temeer nu de bemiddelende rol van de raad van commissarissen bij conflicten binnen de vennootschap wel steeds meer wordt onderstreept in de rechtspraak (zie nr. 2.2 en 3.2.2), maar telkens vanuit een strikt juridisch perspectief gezien.

Ik kom tot een afronding.

5. Terug naar het begin

Aangekomen op het eindpunt van deze *tour d’horizon* langs facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur, grijp ik terug naar het citaat op de titelpagina: ‘Op momenten dat grote veranderingen plaatsvinden, moet je niet proberen om mee te gaan in die veranderingen, want dan verlies je de vastigheid op dat moment. Dat laat onverlet dat wij in het licht van die veranderingen voortdurend moeten bezien op welke wijze een evenwichtig ondernemingsbestuur kan worden bevorderd.’

Ik vind het een aansprekende gedachte dat regelmakers – vooral de wetgever, maar in zekere zin ook de rechter – op het complexe gebied van ondernemingsbestuur niet te veel moeten gaan meedeinen op de actualiteit. We moeten er niet zozeer naar streven het bestaande model van ondernemingsbestuur telkens bij te stellen zodra en omdat zich significante ontwikkelingen voordoen binnen en buiten het vennootschappelijk verband die aan

⁴²⁰ Zie ook Kroeze 2008, p. 428 die opmerkt dat ‘[d]oor de betrokkenheid en interactie tussen de bestuurders en de commissarissen en de overeenkomst tussen de doelen waarnaar zij streven, zij dikwijls ook gezamenlijk als groep te beschouwen [zijn]’, wat in een monistisch model ‘alleen maar sterker [zal] worden.’

⁴²¹ OK 5 augustus 2009, *LJN* BJ4688 (*ASM International*), r.o. 3.12-3.14. Zie ook OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*).

dat model raken (hoe belangrijk ook, zoals een financiële crisis), als wel structureel trachten die ontwikkelingen te gebruiken als aanleiding om de werking van het bestaande model kritisch tegen het licht te houden en van daaruit zorgvuldig te bezien of het wenselijk is aan het bestaande model te sleutelen. Leidend zijn de doorlopende vragen (i) welke modaliteiten een evenwichtig en modern model van ondernemingsbestuur op de lange duur dient te hebben en (ii) hoe de realisatie daarvan kan worden bevorderd, voornoemde ontwikkelingen zijn daarbij hooguit instrumenteel. Vóórdat wijzigingen worden aangebracht in het bestaande model – al dan niet vanwege bepaalde ontwikkelingen – moet daarom ten minste eerst onderkend worden (i) hoe het bestaande model precies in elkaar steekt (de vigerende ‘blauwdruk’) en (ii) wat de implicaties zijn van mogelijke wijzigingen *in* dat model voor dat gehele model, waarna (iii) die wijzigingen op waarde kunnen worden geschat.

Beantwoording van voorgaande vragen blijft een uitdaging van formaat voor het komend decennium, waarin het Nederlandse ondernemingsrecht onvermijdelijk verder zal evolueren. Mijn indruk is dat hier, naar de huidige stand van zaken, nog wel een verbeter slag te maken valt. Ik hoop bouwstenen voor die verbeter slag te hebben aangedragen in de drie luiken. Samengevat:

- signaleerde ik een toenemende tendens naar zowel (i) omgekeerde herijking van de aandeelhouderspositie (met name in beursvennootschappen) als (ii) het streven naar een beter faciliterend en daarmee beter concurrerend Nederlands ondernemingsrecht, die de huidige koers van het Nederlandse ondernemingsrecht (rond ondernemingsbestuur) in hoge mate verklaart (Luik I);
- plaatste ik kanttekeningen bij (i) de wijze waarop invulling wordt gegeven aan die herijking van de aandeelhouderspositie door – voorgestelde – regelgeving en (ii) de wijze waarop die invulling kan uitwerken voor de internationale concurrentiepositie van het Nederlandse ondernemingsrecht (Luik I);
- benoemde ik knelpunten in de wijze waarop in veranderingsvoorstellen door de wetgever en in de literatuur wordt omgegaan met (i) de voor het bestuur en de raad van commissarissen geldende taakopdracht en (ii) de rol van de algemene vergadering in het model van ondernemingsbestuur (Luik II);
- bepleitte ik verdieping en verbreding van eisen van verantwoord gedrag voor bestuurders, commissarissen en aandeelhouders, waarbij (i) de rechter een centrale rol vervult, (ii) onderscheid dient te worden gemaakt in rechtens verwacht gedrag (gedragsnormen) en aanbevolen gedrag (beide weer te onderscheiden van toetsingsnormen) en (iii) de menselijke maat niet uit het oog verloren dient te worden (Luik II);

- besteedde ik aandacht aan (i) de intensiteit van het door de raad van commissarissen op het bestuur uit te oefenen toezicht (mede in het kader van risicobeheer), (ii) beperkingen aan de ontslagbevoegdheid van de algemene vergadering in het verantwoordingsproces en (iii) nadere vormgeving van de wijze waarop de rechter ondernemend bestuurlijk gedrag dient te toetsen (Luik II);
- bezag ik vanuit juridisch perspectief de positie van niet-uitvoerende bestuurders in een monistisch model ten opzichte van de positie van commissarissen in een dualistisch model, onder meer op het vlak van (i) toezicht op (uitvoerende) bestuurders en (ii) bemiddeling bij geschillen binnen de vennootschap (Luik III); en
- onderzocht ik vanuit gedragswetenschappelijk perspectief de monisme/dualisme problematiek, met name op het vlak van (i) de kwaliteit van besluitvorming in groepsverband en (ii) de haken en ogen die aan sociale cohesie zitten, waarbij ik een onderscheid maakte in verhoudingen binnen de groep en tussen de groep en derden (Luik III).

Omtrent die geleidelijke ontwikkeling van het Nederlandse ondernemingsrecht in de komende jaren heb ik in ieder geval de volgende drie verwachtingen.

Ten eerste dat de ‘vastigheid’ in het model van ondernemingsbestuur wordt bevorderd door terughoudend te zijn met het doorvoeren van verdere systeemaanpassingen via wetgeving. We moeten daar niet te veel aan blijven sleutelen. Waar dat wel gebeurt, dient in ieder geval telkens de infrastructuur van het bestaande systeem – met name de verdeling van taken en bevoegdheden/rechten – scherp voor ogen te worden gehouden. *Ten tweede* dat verdieping en verbreding van gedragsnormering voor belangrijke actoren binnen de vennootschap een zeer belangrijke sleutel vormt om ‘grote veranderingen’ (in het maatschappelijk bestel) vanuit dat model op te vangen. Ik denk dan met name aan rechtspraak en open wettelijke normen, zoals redelijkheid en billijkheid (art. 2:8 BW), (kennelijk) onbehoorlijke taakvervulling (art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW) en wanbeleid (art. 2:355 BW). Hierbij past een evenredige aandacht voor de verdere ontwikkeling van de wijze waarop dergelijk gedrag in rechte getoetst dient te worden. Niet alleen in de context van bijvoorbeeld het enquêterecht, maar ook van bestuurders- en commissarissen aansprakelijkheid. Het voorgaande betekent dat vooral de aandacht voor de regulerende kant van het Nederlandse ondernemingsrecht, te onderscheiden van de faciliërende kant, voorlopig niet zal wegebben. *Ten derde* dat bij beide aspecten toenemende aandacht vanuit de juridische discipline voor relevante inzichten uit buitenlandse vennootschapssystemen en uit andere disciplines – waaronder de gedragswetenschappen en de bedrijfs-economie (bijvoorbeeld in het kader van risicobeheer) – onvermijdelijk is. Het ondernemingsrecht zal in toenemende mate grens- en disciplineover-

schrijdend beoefend moeten worden. Ook dat is een mooie uitdaging, niet iets om beducht voor te zijn.

De tijden veranderen, maar *minder* interessant wordt het er in ieder geval niet op.⁴²² Een geruststellende gedachte in een turbulent tijdperk.

⁴²² Vrij naar B. Dylan, *The Times They Are A-Changin'*, Columbia Records 1964.

Naschrift

Het schrijven van een (juridisch) werk met een noemenswaardige omvang en onder niet-verwaarloosbare tijdsdruk vergt in belangrijke mate *team effort* in de huiselijke kring, zo is althans mijn ervaring. Mijn proefschrift droeg ik in 2007 mede daarom op aan mijn vrouw Ilse en onze zoon Karel. Inmiddels is deze ‘harde kern’ uitgebreid; mijn deel van dit preadvies draag ik op aan Philip, die met zijn geboorte in september niet alleen 2009 tot een memorabel jaar heeft gemaakt, maar ook het efficiëntieniveau van het schrijfproces vrij fors heeft verhoogd.

Mijn dank gaat uit naar het bestuur van de vereniging voor zijn verzoek over de onderhavige materie te preadviseren. Dank ben ik voorts verschuldigd aan Willem Calkoen, Geert Raaijmakers en Vino Timmerman voor hun waardevolle opmerkingen bij een eerdere versie van mijn deel van het preadvies, waarmee ik mijn voordeel heb kunnen doen. Dank ben ik evenzeer verschuldigd aan Corrie de Jong voor haar secretariële ondersteuning en aan mijn medewerkers Ghera Amma en Fiona Burger voor hun op- en zoekwerk. Tot slot, maar niet in de laatste plaats, dank ik mijn mede-preadviseur Daniella Strik voor de prettige samenwerking.

Dit eerste deel van het preadvies – dat per 15 september 2009 is afgesloten – gaat over facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur. Het behoeft geen betoog dat eventuele onvolkomenheden in dat deel geheel en al onder mijn verantwoordelijkheid vallen. Voor terugkoppeling houd ik mij graag aanbevolen: assink@frg.eur.nl.

Literatuurregister

ABA Task Force 2009

Task Force on Delineation of Governance Roles & Responsibilities, *Report of the Task Force*, American Business Association Section of Business Law, 2009 (www.abanet.org/).

Abma 2007

R. Abma, 'Het stemproces van institutionele beleggers', in: *Achter de schermen van beursaandeelhouders – Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Kluwer 2007, p. 73.

Abma 2008

R. Abma, 'Reactie op het artikel van Tiemstra en De Keijzer', *Ondernemingsrecht* 2008, 55.

Abma 2009

R. Abma, 'Ontwikkelingen in en conclusies uit de jaarlijkse algemene vergaderingen 2009', *Ondernemingsrecht* 2009, 116.

Adviescommissie Toekomst Banken 2009

Adviescommissie Toekomst Banken, *Rapport 'Naar herstel van vertrouwen'*, 2009 (www.nvb.nl/scrivo/asset.php?id=290352).

Arons/Koster 2009

T.M.C. Arons & G.F.E. Koster, 'Houd de staat op afstand! De rol van de Staat als aandeelhouder na nationalisatie', *TvOB* 2009-4, p. 105.

Assink 2007

B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag – Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* (diss.), Deventer: Kluwer 2007

Assink 2008a

B.F. Assink, 'Kroniek van vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware – Deel I', *Ondernemingsrecht* 2008, 16.

Assink 2008b

B.F. Assink, 'Noot bij Gerechtshof Leeuwarden 30 januari 2008', *JOR* 2008/89.

DEEL I

Assink 2008c

B.F. Assink, 'Kan de Delaware business judgment rule wat betekenen voor het Nederlandse vennootschapsrecht, specifiek het enquêterecht?', *Ondernemingsrecht* 2008, 66.

Assink 2008d

B.F. Assink, 'Naar een adequate tegenstrijdig belang regeling in Boek 2 BW', *WPNR* 2008/6770, p. 737.

Assink 2008e

B.F. Assink, 'Reactie op Mohr 2008', *Ondernemingsrecht* 2008, 100.

Assink 2009a

B.F. Assink, 'Zeggenschap van de gezamenlijke aandeelhouders in kapitaal-vennootschappen', *RMThemis* 2009, p. 43.

Assink 2009b

B.F. Assink, 'Re Citigroup, Inc. Shareholder Derivative Litigation (Delaware)', op: *The Defining Tension*, No. 12 (www.thedefiningtension.com/).

Assink 2009c

B.F. Assink, 'Noot bij Gerechtshof Amsterdam 19 februari 2008', *JOR* 2009/61.

Assink 2009d

B.F. Assink, 'Musings About Standards of Conduct, Review and Liability', op: *The Defining Tension*, No. 37 (www.thedefiningtension.com/).

Assink 2009e

B.F. Assink, 'What Should the Policy Focus Point of Corporate Directors Be?', op: *The Defining Tension*, No. 40 (www.thedefiningtension.com/).

Assink 2009f

B.F. Assink, 'Best Practices v. Corporate Ethics?', op: *The Defining Tension*, No. 50 (www.thedefiningtension.com/).

Assink 2009g

B.F. Assink, 'Rumble at Royal Wessanen: The Sequel', op: *The Defining Tension*, No. 127 (www.thedefiningtension.com/).

Assink/Van Zanten 2009

B.F. Assink & T.T. van Zanten, 'Toward a Sound Statutory Provision Addressing Director Conflict of Interests', op: *The Defining Tension*, No. 2 (www.thedefiningtension.com/).

Bainbridge 2002a

S.M. Bainbridge, 'Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance', *Vanderbilt Law Review* 2002, p. 1 ([http://papers.ssrn.com/ nr. 266683](http://papers.ssrn.com/nr.266683)).

Bainbridge 2002b

S.M. Bainbridge, *A Critique of the NYSE's Director Independence Listing Standards*, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 02-15, 2002 ([http://papers.ssrn.com/ nr. 317121](http://papers.ssrn.com/nr.317121)).

Bainbridge 2008

S.M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York: Oxford University Press 2008.

Bainbridge 2009a

S.M. Bainbridge, *Caremark and Enterprise Risk Management*, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 09-08, 2009 ([http://papers.ssrn.com/ nr. 1364500](http://papers.ssrn.com/nr.1364500)).

Bainbridge 2009b

S.M. Bainbridge, *Shareholder Activism in the Obama Era*, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 09-14, 2009 ([http://papers.ssrn.com/ nr. 1437791](http://papers.ssrn.com/nr.1437791)).

Balotti/Hanks 1993

R.F. Balotti & J.J. Hanks, Jr., 'Rejudging the Business Judgment Rule', *The Business Lawyer* 1993, p. 1337.

Barneveld 2009a

J. Barneveld, 'PCM & private equity – Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen', *WPNR* 2009/6791, p. 230.

Barneveld 2009b

J. Barneveld, 'Flexibele regels inzake uitkeringen', *WPNR* 2009/6809, p. 693.

Bartman 2009

S.M. Bartman, 'Het benoemings- en vetorecht van de Nederlandse Staat in de raad van commissarissen van ING: een vennootschapsrechtelijk dubieuze constructie', *WPNR* 2009/6809, p. 688.

Bartman/Dorresteyn 1985

S.M. Bartman & A.F.M. Dorresteyn, 'Marginale toetsing en de vrijheid van de ondernemer', *NJB* 1985, p. 669.

Bartman/Holtzer 2008

S.M. Bartman & M. Holtzer, 'Evenwichtig ondernemingsbestuur in de polder', *TvOB* 2008-3, p. 57.

Beckman 2007

H. Beckman, *Jaarrekening en verantwoording* (oratie), Deventer: Kluwer 2007.

Blanco Fernández/Van Olffen 2007

J.M. Blanco Fernández & M. van Olffen, *Rechtsvorm en gebruik van LLP's en LLC's*, Deventer: Kluwer 2007.

Boot/Cools 2007

A.W.A. Boot & K. Cools, 'Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur', in: *Private equity en aandeelhoudersactivisme – Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde*, Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007, p. 15.

Borrius 2009

Y. Borrius, 'Kroniek bestuurdersaansprakelijkheid', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Deventer: Kluwer 2009, p. 83.

Brav/Jiang/Partnoy/Thomas 2008

A. Brav, W. Jiang, F. Partnoy & R. Thomas, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance*, FDIC Center for Financial Research Working Paper No. 2008-06, 2008 (<http://papers.ssrn.com/> nr. 948907).

Brouwer 2007

H.J. Brouwer, 'Private equity: voordelen, risico's en het belang van zelfregulering', in: *Private equity en aandeelhoudersactivisme – Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde*, Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007, p. 11.

Buijs 2006

D.C. Buijs, 'Commissarissen: aandeelhouderstribunen of regenten. Ondernemingslust of de boel bij elkaar houden', in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 117.

Coates 2009

J.C. Coates, Protecting Shareholders and Enhancing Public Confidence through Corporate Governance (30 juli 2009), op: *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov>).

Code Banken 2009

Nederlandse Vereniging van Banken, *De Code Banken*, 2009 (www.nvb.nl/index.php?p=291464).

Combined Code 2008

Financial Reporting Council, *The Combined UK Code on Corporate Governance*, 2008 (www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm).

Companies Act 2006

Companies Act, 2006 (www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/pdf/ukpga_20060046_en.pdf).

Cools 2005a

K. Cools, *Controle is goed, vertrouwen nog beter*, Assen: Koninklijke Van Gorcum 2005.

Cools 2005b

S. Cools, 'The Real Difference in Corporate Law Between the US and Continental Europe: Distribution of Powers', *Delaware Journal of Corporate Law* 2005, p. 697.

Cools/Geerts/Kroeze/Pijls 2009

K. Cools, P.G.F.A. Geerts, M.J. Kroeze & A.C.W. Pijls, *Het recht van enquête: een empirisch onderzoek*, Groningen/Rotterdam: Instituut voor Ondernemingsrecht 2009 (www.justitie.nl/actueel/persberichten/archief-2009/90305ingrijpen-ondernemingskamer-bij-rechtspersoon-voorziet-in-behoefte.aspx).

Corporate Governance Code 2008

Commissie Corporate Governance, *De Nederlandse corporate governance code – Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice*

bepalingen, 2008 (www.commissiecorporategovernance.nl/corporate_governance_code).

Cox/Munsinger 1985

J.D. Cox & H.L. Munsinger, 'Bias in the Boardroom: Psychological Foundations and Legal Implications of Corporate Cohesion', *Law and Contemporary Problems* 1985, p. 83.

Cuomo 2009

A.M. Cuomo, *No Rhyme or Reason: The 'Heads I Win Tails You Lose' Bank Bonus Culture*, Attorney General State of New York, 2009 (www.oag.state.ny.us/media_center/2009/july/pdfs/Bonus%20Report%20Final%207.30.09.pdf).

Dallas 1997

L.L. Dallas, 'Proposals for Reform of Corporate Boards of Directors: The Dual Board and Board Ombudsperson', *Washington & Lee Law Review* 1997, p. 91.

Dallas 2002

L.L. Dallas, 'The New Managerialism and Diversity on Corporate Boards of Directors', *Tulane Law Review* 2002, p. 1363.

Davis 2005

K.B. Davis, Jr., 'Structural Bias, Special Litigation Committees, and the Vagaries of Director Independence', *Iowa Law Review* 2005, p. 1305.

De Bos/Lückerath-Rovers/Quadackers 2007

A. de Bos, M. Lückerath-Rovers & L. Quadackers, *Nationaal Commissarissen Onderzoek 2007*, Rotterdam: Erasmus Instituut Toezicht & Compliance 2007.

De Bos/Lückerath-Rovers 2008

A. de Bos & M. Lückerath-Rovers, *Nationaal Commissarissen Onderzoek 2008*, Rotterdam: Erasmus Instituut Toezicht & Compliance 2008.

De Jong/Roosenboom/Verbeek/Verwijmeren 2007

A. de Jong, P.J.G. Roosenboom, M.J.C.M. Verbeek & P. Verwijmeren, *Hedgefondsen en private equity in Nederland*, Maastricht: Océ Business Services 2007.

De Jongh 2007

J.M. de Jongh, 'Gij zult splitsen! Instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2007, 11.

De Jongh 2009

J.M. de Jongh, 'Het loyaliteitsstemrecht', *Ondernemingsrecht* 2009, 105.

De Kluiver 2009a

H.J. de Kluiver, 'De revival van de beschermingsmaatregelen', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Deventer: Kluwer 2009, p. 227.

De Kluiver 2009b

H.J. de Kluiver, 'Bestuur van onderneming – Onafhankelijke commissaris als waarborg', *Het Financieele Dagblad* van 4 juli 2007, p. 19.

De Kluiver c.s. 2004

H.J. de Kluiver e.a. (Commissie De Kluiver), *Rapport vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht*, 2004 (www.justitie.nl/onderwerpen/wetgeving/bv_recht/stand_van_zaken/).

De Monchy 2007

C.W. de Monchy, 'Corporate governance', *Ondernemingsrecht* 2007, 120.

De Monchy 2009

C.W. de Monchy (red.), *Corporate governance in Nederland*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2009.

De Nijs Bik 2009

W.W. de Nijs Bik, 'De one-tier structuurboard', *Ondernemingsrecht* 2009, 39.

Den Boogert 2003

M.W. Den Boogert, 'Corporate governance in een stroomversnelling', *Ondernemingsrecht* 2003-11, p. 406.

Den Boogert 2005

M.W. den Boogert, 'De vergeten band tussen raad van commissarissen en algemene vergadering: de Januskop van de commissaris', *Ondernemingsrecht* 2005, 87.

Den Boogert 2007

M.W. den Boogert, 'Hoe nu verder met de aandeelhoudersvergadering?', in: *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer: Kluwer 2007, p. 139.

DGCL 2009

Delaware General Corporation Law, 2009 (<http://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.shtml>).

Dortmond 2003

P.J. Dortmond, 'De one-tier board in een Nederlandse vennootschap', in: *Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, Deventer: Kluwer 2003, p. 111.

Dortmond 2005

P.J. Dortmond, 'Delegatie binnen het toezichthoudend en het bestuurlijk orgaan', *Ondernemingsrecht* 2005, 90.

Dortmond 2008a

P.J. Dortmond, 'Een one-tier board voor naamloze en besloten vennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2008, 138.

Dortmond 2008b

P.J. Dortmond, 'De overheidscommissaris terug van weggeweest?', *Ondernemingsrecht* 2008, 175.

Dortmond 2009

P.J. Dortmond, 'Nota van wijziging wetsvoorstel aanpassing regels over bestuur en toezicht', *Ondernemingsrecht* 2009, 72.

Dumoulin 2005

S.H.M.A. Dumoulin, 'De positie van niet-uitvoerend bestuurders in het monistisch bestuursmodel', *Ondernemingsrecht* 2005, 91.

Easterbrook 2009

F.H. Easterbrook, 'The Race for the Bottom in Corporate Governance', *Virginia Law Review* 2009, p. 685 (www.virginialawreview.org/content/pdfs/95/685.pdf).

Eering/Frielink 2009

C.H.M. Eering & K. Frielink, 'Naamloze en besloten vennootschappen in de West', *WPNR* 2009/6807, p. 627.

Eijffinger/Koedijk 2007

S.C.W. Eijffinger & C.G. Koedijk, 'Private equity en aandeelhoudersactivisme', in: *Private equity en aandeelhoudersactivisme – Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde*, Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007, p. 1.

Eisenberg 1993

M.A. Eisenberg, 'The divergence of standards of conduct and standards of review in corporate law', *Fordham Law Review* 1993, p. 437.

Eisenberg 1999

M.A. Eisenberg, 'Corporate Law and Social Norms', *Columbia Law Review* 1999, p. 1253.

Eisenberg 2005

M.A. Eisenberg, *Corporations and Other Business Organizations – Cases and Materials*, New York: Foundation Press 2005.

Eumediton 2008

Eumediton Corporate Governance Forum, *Handboek Corporate Governance*, 2008 (www.eumediton.nl/doccontrol/index.php?action=download&href=%2FHandboek+corporate+governance%2FEumediton+Handboek+CG.pdf).

Eumediton 2009

Eumediton Corporate Governance Forum, *Evaluatie AvA-Seizoen 2009*, 2009 (www.eumediton.nl/news/item/Eumediton_publiceert_evaluatie_AVA-seizoen_2009/235?mid=).

Eykman 1986

L.E. Eykman, 'De aansprakelijkheid van directeuren en commissarissen tegenover de vennootschap, gezien vanuit algemene civielrechtelijke beginselen', *TVVS* 1986-4, p. 87.

Faure 2009

M.G. Faure, *The Impact of Behavioural Law and Economics on Accident Law*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2009.

Fink 2006

R.A. Fink, 'Social Ties in the Boardroom: Changing the Definition of Director Independence to Eliminate 'Rubber-Stamping' Boards', *Southern California Law Review* 2006, p. 466.

Frijns/Maatman 2007

J. Frijns & R. Maatman, 'Private equity en governance vraagstukken', in: *Private equity en aandeelhoudersactivisme – Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde*, Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007, p. 61.

FSA 2009

Financial Services Authority, *Reforming Remuneration Practices in Financial Services* (09/15), 2009 (www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/Policy/2009/09_15.shtml).

Giessen 2008

I. Giessen, 'Attributie, juridische causaliteit en preventieve werking. Over causaliteitstoerekening vanuit psychologisch perspectief en de mogelijke gevolgen daarvan voor (de preventieve werking van) het aansprakelijkheidsrecht', in: *Gedrag en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2008, p. 181.

Glasz 1986

J.R. Glasz, 'Aansprakelijkheid van directeuren en commissarissen, vanuit het vennootschapsrecht gezien', *TVVS* 1986-4, p. 81.

Glasz 1992

J.R. Glasz, *De commissaris – Aanbevolen gedragsregels*, Deventer: Kluwer 1992.

Glasz 1995

J.R. Glasz, *Enige beschouwingen over zinvol commissariaat* (diss.), Deventer: Kluwer 1995.

Glasz/Beckman/Bos 1994

J.R. Glasz, H. Beckman & J.A.M. Bos, *Bestuur en toezicht*, Deventer: Kluwer 1994.

Gortzak/Bloemarts 2007

P.J. Gortzak & J.C.M.G. Bloemarts, 'Corporate governance, beleggersactivisme en pensioenfondsen', *Ondernemingsrecht* 2007, 74.

Haft 1981

R.J. Haft, 'Business Decisions by the New Board: Behavioral Science and Corporate Law', *Michigan Law Review* 1981, p. 1.

Hammerstein 2008

A. Hammerstein, Mick den Boogert & Van der Grinten, in: *Ondernemingsrecht door en voor Mick den Boogert*, Deventer: Kluwer 2008, p. 103.

HBS 2009

Harvard Business School, *White Paper – Perspectives From the Board Room*, 2009 (www.people.hbs.edu/jlorsch/BoardroomIssues.pdf).

Hermans 2009

R.M. Hermans, 'Noot bij OK 13 mei 2009', *JOR* 2009/163.

Hijink 2009

J.B.S. Hijink, 'Tijdelijke AFM-regeling inzake Melding van Short Posities', *Ondernemingsrecht* 2009, 98.

Holtzer 2008

M. Holtzer, 'Voorwoord', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2007-2008*, Deventer: Kluwer 2008, p. 1.

Honée 1996

H.J.M.N. Honée, 'Commissarissen: gezanten uit Niemandsland? (oratie)', *De NV* 1996, p. 276.

Honée 2006

Ch.E. Honée, 'Bestuursvorm (one-tier of two-tier) en verantwoording', in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 215.

Honée 2007

Ch.E. Honée, 'Investor relations en 'de kunst van het laveren'', in: *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer: Kluwer 2007, p. 13.

Honée 2008

Ch.E. Honée, 'Private equity op de korrel van de Ondernemingskamer?', *Ondernemingsrecht* 2008, 37.

Huizink 2009

J.B. Huizink, 'Voorstel tegenstrijdig belang ramp voor aandeelhouders', *TvI* 2009, 9.

Jolls/Sunstein/Thaler 1998

C. Jolls, C.R. Sunstein & R. Thaler, 'A Behavioral Approach to Law and Economics', *Stanford Law Review* 1998, p. 1471.

Josephus Jitta 2004

M.W. Josephus Jitta, 'Enkele gedachten over het formele enquêterecht; is het efficiënt wanneer de dienstmaagd moeder wordt?', in: *Het recht van enquête onderzocht – Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Kluwer 2004, p. 1.

Josephus Jitta/Van der Klip 2008

M.W. Josephus Jitta & B.R. van der Klip, 'De rol van het bestuur en de raad van commissarissen bij een openbaar bod', in: *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 299.

Kaemingk 2007

H.L. Kaemingk, 'Bouwers of brekers? Over de rol van private equity in Nederlandse vennootschappen', in: *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer: Kluwer 2007, p. 1.

Kaemingk 2009

H.L. Kaemingk, 'Private Equity na/in de kredietcrisis', *Ondernemingsrecht* 2008, 108.

Katz 2009

D.A. Katz, Populist Wish Lists Offer Legislative Parade of Horribles (28 juli 2009), op: *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov>).

Kemperink 2007

G.N.H. Kemperink, 'De rol van de raad van commissarissen bij opsplitsingsscenario's in het licht van de Stork-beschikking', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Deventer: Kluwer 2007, p. 109.

Klaassen 2007

A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders* (diss.), Deventer: Kluwer 2007.

Knol 1936

H.D.M. Knol, *Civielrechtelijke aansprakelijkheid van directie en commissarissen van naamloze vennootschappen volgens Nederlandsch recht* (diss.), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1936.

Koelewijn 2008

J. Koelewijn, 'De nieuwe rol en positie van de aandeelhouder', in: *Handboek Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2008, p. 93.

Kroeze 2004

M.J. Kroeze, *Afgeleide schade en afgeleide actie* (diss.), Deventer: Kluwer 2004.

Kroeze 2005a

M.J. Kroeze, 'Onafhankelijkheid van commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2005, 92.

Kroeze 2005b

M.J. Kroeze, *Bange bestuurders* (oratie), Deventer: Kluwer 2005.

Kroeze 2008

M.J. Kroeze, 'Sociale psychologie en besluitvorming in vennootschappen', in: *Gedrag en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2008, p. 423.

Kroeze/Timmerman/Wezeman 2007

M.J. Kroeze, L. Timmerman & J.B. Wezeman, *De kern van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2007.

Langman 2005

H. Langman, 'De audit-commissie', *Ondernemingsrecht* 2005, 89.

Langman 2006

H. Langman, 'De verantwoordingsplicht van aandeelhouders: van vennootschappelijk belang', in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 353.

Larosièrè c.s. 2009

J. de Larosièrè e.a. (Commissie Larosièrè), *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU - Report*, 2009 (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).

LDN 2008

Lead Director Network, *The Board's Role in Corporate Strategy*, 2008 (www.kslaw.com/library/publication/LDN_ViewPoints_2.pdf).

LDN 2009

Lead Director Network, *The Board's Role in Risk Management*, 2009 (www.kslaw.com/library/publication/LDN_ViewPoints_4.pdf).

Lennarts/Boschma 2008

M.L. Lennarts & H.E. Boschma, 'Blijft het tobben met tegenstrijdig belang?', *WPNR* 2008/6770, p. 725.

Lennarts/Boschma 2009

M.L. Lennarts & H.E. Boschma, 'Tweede nota van wijziging Flex-BV: een merkwaardige tournure van de wetgever', *WPNR* 2009/6791, p. 227.

Maassen/Van den Bosch 2008

G.F. Maassen & F.A.J. van den Bosch, 'Corporate governance in internationaal perspectief', in: *Handboek Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2008, p. 31.

Maatman/Raaijmakers 2006

R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', *Ondernemingsrecht* 2006, 77.

Maeijer 1991

J.M.M. Maeijer, 'Persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen; wanbeleid en rechtspersonen', in: *Aansprakelijkheid en draagplicht van bestuurders, commissarissen en accountants; verzekeringsaspecten*, Deventer: Kluwer 1991, p. 3.

Maharaj 2007

R. Maharaj, 'Corporate Governance, Groupthink and Bullies in the Boardroom', *International Journal of Disclosure and Governance* 2008, p. 1.

MBCA 2008

Committee on Corporate Laws of the American Bar Association Section of Business Law, *Model Business Corporation Act*, 2008 (www.abanet.org/).

McCahery/Vermeulen 2008

J.A. McCahery & P.M. Vermeulen, *Corporate Governance of Non Listed Companies*, Oxford: Oxford University Press 2008.

McDonald 2009

Interview met L. McDonald, 'Ik wilde de reuzen zien huilen', *Vrij Nederland* van 12 september 2009, p. 36.

Mohr 2008

A.L. Mohr, 'Delaware revisited; een mini-enquête', *Ondernemingsrecht* 2008, 99.

Mok 2006

M.R. Mok, 'Verantwoording in rechte ter zake van de taakvervulling door de leiding van ondernemingen', in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 407.

Munsters/Abma 2008

R. Munsters & R. Abma, 'Toekomst van corporate governance', in: *Handboek Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2008, p. 201.

Nieuwenhuis 1997

J.H. Nieuwenhuis, *Confrontatie en compromis*, Deventer: Kluwer 1997.

Nowak 2008a

R.G.J. Nowak, 'Het rapport van de Commissie-Frijns over de actualisering van de corporate governance code', *Ondernemingsrecht* 2008, 125.

Nowak 2008b

R.G.J. Nowak, 'Het wetsvoorstel ter uitvoering van de Shareholders Directive', *Ondernemingsrecht* 2008, 183.

Nowak 2009a

R.G.J. Nowak, 'Aangepaste corporate governance code vastgesteld', *Ondernemingsrecht* 2009, 9.

Nowak 2009b

R.G.J. Nowak, 'Het wetsvoorstel spreekrecht OR bij belangrijke ava-besluiten', *Ondernemingsrecht* 2009, 59.

Olden 2003

P.D. Olden, 'Tien jaar onmiddellijke voorzieningen', *Ondernemingsrecht* 2003-15, p. 549.

Olden 2009

P.D. Olden, 'De OK-commissaris', in: *Bestuur en toezicht*, Deventer: Kluwer 2009 (nog te verschijnen).

Oppelaar 2008

H. Oppelaar, 'Maatregelen AFM tegen short selling: turbulente regelgeving in turbulente tijden', *Ondernemingsrecht* 2008, 161.

Opzoomer 1891

C.W. Opzoomer, *Het Burgerlijk Wetboek verklaard* (zesde deel), Amsterdam: Jh. Gebhard & Comp 1891.

Paas/De Jong/Woltmeijer/Hazenbosch 2007

F.J. Paas, J. de Jong, A. Woltmeijer & P. Hazenbosch, 'Aandeelhouders en werknemers: een zoektocht naar evenwicht', in: *Private equity en aandeelhoudersactivisme – Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde*, Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007, p. 115.

Page 2009

A. Page, 'Unconscious Bias and the Limits of Director Independence', *University of Illinois Law Review* 2009, p. 237 ([http://papers.ssrn.com/ nr. 1392625](http://papers.ssrn.com/nr.1392625)).

Peij 2008

S.C. Peij, 'Ontwikkelingen in boardroom en maatschappij', in: *Handboek Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2008, p. 17.

Postma/Van Ees/Hermes 2008

T.J.B.M. Postma, H. van Ees & C.L.M. Hermes, 'Interne en externe beheersing en een belanghebbenden-perspectief op corporate governance', in: *Handboek Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2008, p. 173.

Raaijmakers 2006

M.J.G.C. Raaijmakers, *Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2006.

Raaijmakers 2007

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen', in: *Achter de schermen van beursaandeelhouders – Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Kluwer 2007, p. 1.

Raaijmakers 2008

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Beloningsprikkels voor bestuurders en commissarissen', in: *Gedrag en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2008, p. 401.

Raaijmakers 2009

G.T.M.J. Raaijmakers, 'De financiële markt en het ondernemingsrecht (oratie)', *Ondernemingsrecht* 2009, 104.

Raaijmakers/De Ridder 1996

M.J.G.C. Raaijmakers & W.J. de Ridder (red.), '*Corporate governance*' in *Nederland*, Epe: Hooiberg 1996.

Raaijmakers/Prinsen 2009

G.T.M.J. Raaijmakers & J.J. Prinsen, 'De overheidscommissaris revisited', *O&F* 2009-2, p. 29.

Raaijmakers/Trommel 2008

G.T.M.J. Raaijmakers & J.J. Trommel, 'Staatsfondsen: test voor het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2008, 534.

Rassin 2008

E. Rassin, 'De juiste keuze', in: *Gedrag en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2008, p. 65.

Reumkes 2008

H. Reumkes, 'Corporate governance vanuit juridisch perspectief', in: *Handboek Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2008, p. 143.

Ribstein 2009

L.E. Ribstein, The US and UK Complain About Nasty Hedge Fund Regulation (27 juli 2009), op: *Ideoblog* (<http://busmovie.typepad.com/ideoblog/>).

Scheltema/Scheltema 2009

A.H. Scheltema & M. Scheltema, 'Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht', in: *Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2009*, Deventer: Kluwer 2009.

Schut 1963

G.H.A. Schut, *Rechterlijke verantwoordelijkheid en wettelijke aansprakelijkheid* (diss.), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1963.

Seinstra 2008

M.M. Seinstra, 'Het dualistische en het monistische bestuursmodel: een vergelijking', *O&F* 2008-4, p. 57

SER-advies 2008

Sociaal-Economische Raad, Advies nr. 2008/01: *Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, 2008 (www.ser.nl/nl/publicaties/adviezen/2000-2007/2008/b26273.aspx).

Slagter 1988

W.J. Slagter, *Macht en onmacht van de aandeelhouder*, Deventer: Kluwer 1988.

DEEL I

Slagter 2008

W.J. Slagter, 'Het belang van de onderneming', *Ondernemingsrecht* 2008, 176.

Smit 2008

J. Smit, *De prooi – Blinde trots breekt ABN Amro*, Amsterdam: Prometheus 2008.

Steins Bisschop 2008

B. Steins Bisschop, *Bescherming tegen niet geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme* (oratie), Zutphen: Uitgeverij Paris 2008.

Strik 2003

D.A.M.H.W. Strik, 'Aansprakelijkheid van niet-uitvoerende bestuursleden: you cannot have your cake and eat it!', *Ondernemingsrecht* 2003-10, p. 367.

Strik 2007

D.A.M.H.W. Strik, 'To play or to be in play', *Ondernemingsrecht* 2007, 72.

Strik 2009

D.A.M.H.W. Strik, 'De ondertekening van de 'in control'-verklaring en financiële verslaggeving naar Nederlands en Amerikaans recht', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Deventer: Kluwer 2009, p. 129.

Strine 2002

L.E. Strine, Jr., 'Derivative Impact? Some early reflections on the corporation law implications of the Enron Debacle', *The Business Lawyer* 2002, p. 1371.

Taleb 2007

N.N. Taleb, *The Black Swan – The Impact of the Highly Improbable*, New York: Random House 2007.

Taylor/Peplau/Sears 2003

S.E. Taylor, L.A. Peplau & D.O. Sears, *Social Psychology*, New Jersey: Pearson Education 2003.

Tiemstra/De Keijzer 2008

J.S.T. Tiemstra & J. de Keijzer, 'Algemene vergadering van aandeelhouders: hoeksteen van corporate governance of niet-representatieve formaliteit?', *Ondernemingsrecht* 2008, 54.

Timmerman 1996

L. Timmerman, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *NJB* 1996, p. 1318.

Timmerman 1999

L. Timmerman, 'Een gunstiger klimaat voor zeggenschap van aandeelhouders van Nederlandse beursfondsen', *RMThemis* 1999, p. 272.

Timmerman 2000

L. Timmerman, 'De zere plek van het Nederlandse en Europese vennootschaps- en effectenrecht', *Ondernemingsrecht* 2000-15, p. 420.

Timmerman 2001

L. Timmerman, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *NJB* 2001, p. 470.

Timmerman 2002

L. Timmerman, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *NJB* 2002, p. 1541.

Timmerman 2003

L. Timmerman, 'Van digitaal naar analoog vennootschapsrecht en de gevolgen daarvan voor de concurrentie tussen vennootschapssystemen (oratie)', *Ondernemingsrecht* 2003-2, p. 38.

Timmerman 2004a

L. Timmerman, 'Een BV zonder bestuur en zonder aandeelhoudersvergadering', *Ondernemingsrecht* 2004, 9.

Timmerman 2004b

L. Timmerman, 'Is vennootschapsrecht moeilijk?', *Ondernemingsrecht* 2004, 184.

Timmerman 2005a

L. Timmerman, 'Gedragsrecht, belangenpluralisme en vereenvoudiging van het vennootschapsrecht (oratie)', *Ondernemingsrecht* 2005, 2.

Timmerman 2005b

L. Timmerman, 'Het moeilijke van vereenvoudigen', *Ondernemingsrecht* 2005, 120.

Timmerman 2007

L. Timmerman, 'Het Nederlandse corporate governance-codelandschap', *Ondernemingsrecht* 2007, 129.

DEEL I

Timmerman 2008a

L. Timmerman, 'Ondernemerschap en aandeelhouderschap', *Ondernemingsrecht* 2008, 1.

Timmerman 2008b

L. Timmerman, 'Van vreemde smetten vrij?', *Ondernemingsrecht* 2008, 121.

Timmerman 2009a

L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht (oratie)', *Ondernemingsrecht* 2009, 2.

Timmerman 2009b

L. Timmerman, 'De two tier commissaris vergeleken met de one tier niet uitvoerende bestuurder', in: *Bestuur en toezicht*, Deventer: Kluwer 2009 (nog te verschijnen).

Turner 2009

J.A. Turner, *The Turner Review – A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, 2009 (www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf).

Uniken Venema 1998

C.Æ. Uniken Venema, 'Beschermingsconstructies en de OK', in: *De Ondernemingskamer – Prinsengrachtreeks*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 1998, p. 33.

Van den Hoek 2006

P.C. van den Hoek, 'Verantwoording en de raad van commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2006, 103.

Van den Ingh 2000

F.J.P. van den Ingh, 'Het stemgedrag van aandeelhouders', in: *A-T-D – Opstellen aangeboden aan Prof. mr. P. van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000, p. 203.

Van der Grinten 1969

W.C.L. van der Grinten, 'Marginale toetsing', in: *Op de grenzen van komend recht – Opstellen aangeboden aan Prof. mr. J.H. Beekhuis*, Deventer: Kluwer 1969, p. 109.

Van der Heijden 1931

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de naamloze vennootschap naar Nederlandsch recht*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1931.

Van der Krans 2009

A. van der Krans, *De virtuele aandeelhoudersvergadering* (diss.), Deventer: Kluwer 2009.

Van der Lande/Jonker 2008

E.M.M. van der Lande & A. Jonker, 'Excessieve beloningsbestanddelen: nieuwe maatregelen ter beperking', *Ondernemingsrecht* 2008, 89.

Van der Staay 2007

J.W. van der Staay, 'Aandeelhoudersactivisme: op zoek naar een nieuw evenwicht?', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Deventer: Kluwer 2007, p. 237.

Van Ginneken 2006

M.J. van Ginneken, 'Vijandige overnames en het vennootschappelijk belang', *Ondernemingsrecht* 2006, 171.

Van Lede 2005

C.J.A. van Lede, 'De rol van de voorzitter', *Ondernemingsrecht* 2005, 88.

Van Schilfgaarde 1986

P. van Schilfgaarde, *Misbruik van rechtspersonen*, Deventer: Kluwer 1986.

Van Schilfgaarde/Winter 2006

P. van Schilfgaarde & J.W. Winter, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2006.

Van Solinge 1998

G. van Solinge, 'Tussen wanbeleid en aansprakelijkheid (oratie)', in: *Drie Nijmeegse redes: beschouwingen over financiering, enquêterecht en privatisering*, Deventer: Kluwer 1998, p. 37.

Van Solinge 2006

G. van Solinge, 'Vaandelvlucht', *Ondernemingsrecht* 2006, 76.

Van Solinge/Nieuwe Weme 2009

C. Asser, J.M.M. Maeijer, G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *De naamloze en besloten vennootschap; vertegenwoordiging en rechtspersoon* (2-II), Deventer: Kluwer 2009.

DEEL I

Van Wijk 2009

J.H.W. van Wijk, 'Bespreking van Assink 2007', *Ondernemingsrecht* 2009, 65.

Veasey 1997

E.N. Veasey, 'The Defining Tension in Corporate Governance in America', *The Business Lawyer* 1997, p. 393.

Veasey 1998

E.N. Veasey, 'An Economic Rationale for Judicial Decisionmaking in Corporate Law', *The Business Lawyer* 1998, p. 681.

Veasey 2005

E.N. Veasey & C.T. Di Guglielmo, 'What Happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992-2004?', *University of Pennsylvania Law Review* 2005, p. 1399 (www.pennumbra.com/issues/pdfs/153-5/Veasey.pdf).

Velasco 2004

J. Velasco, 'Structural Bias and the Need for Substantive Review', *Washington University Law Quarterly* 2004, p. 821 (<http://papers.ssrn.com/nr.646882>).

Verbrugh/Timmerman 2009

M.A. Verbrugh & L. Timmerman, 'Het Nederlandse enquêterecht in een internationaliserend vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2009, 35.

Verdam 2007

A.F. Verdam, 'De rol van stemadviseurs bij het stemmen op afstand; een terrein- en probleemverkenning', in: *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer: Kluwer 2007, p. 43.

Vletter-van Dort 2009

H.M. Vletter-van Dort, 'Toezichthouder versus toezichthouder', in: *Bestuur en toezicht*, Deventer: Kluwer 2009 (nog te verschijnen).

Walker 2009

D.A. Walker, *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities (Consultation Document)*, 2009 (www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_consultation_160709.pdf).

Wildenberg/Zwetsloot 1994

I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot (red.), *Naar een nieuwe machtsdeling in de Nederlandse vennootschap*, Deventer: Kluwer 1994.

Willems 2000a

J.H.M. Willems, 'De enquêteprocedure: een efficiënte dienstmaagd', in: *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Deventer: Kluwer 2000, p. 29.

Willems 2000b

J.H.M. Willems, 'Vorm en inhoud: enige opmerkingen over de medezeggenschap in de rechtspraak van de Ondernemingskamer', *ArbeidsRecht* 2000, p. 6.

Willems 2007

Interview met J.H.M. Willems, 'Op de vingers getikt? Zo werkt dat niet in de rechtspraak', *Het Financieele Dagblad* van 20 november 2007, p. 4.

Willems 2009

Interview met J.H.M. Willems, 'Best practice-bepalingen in de code Tabaksblat mogen er van mij uit', *Het Financieele Dagblad* van 27 mei 2009, p. 11.

Winter 2003

J.W. Winter, 'In Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance', in: *LT – Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vito Timmerman*, Deventer: Kluwer 2003, p. 331.

Winter 2006a

J.W. Winter, 'Corporate governance handhaving in de VS, EU en Nederland', in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 621.

Winter 2006b

J.W. Winter, 'Integriteit, ondernemen, regelgeving en handhaving', in: *Corporate integrity: hoe te handhaven? – Uitgave ter gelegenheid van het derde lustrum van de Stichting Grotius Academie*, Nijmegen: Stichting Grotius Academie 2006, p. 1.

Winter 2007

J.W. Winter, 'Level playing fields forever', in: *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer: Kluwer 2007, p. 121.

Winter/Van Ginneken 2000

J.W. Winter & M.J. van Ginneken, 'Stemmen op afstand van dichtbij bekeken', in: *Ongebonden Recht Bedrijven (Nederlands Genootschap van Bedrijfsjuristen 1930-2000)*, Deventer: Kluwer 2000, p. 325.

DEEL II – AANSPRAKELIJKHEID VOOR FALEND RISICO-MANAGEMENT

Mr. drs. Daniella A.M.H.W. Strik*

‘It is understandable that investors, and others, want to find someone to hold responsible for these losses, and it is often difficult to distinguish between a desire to blame someone and a desire to force those responsible to account for their wrongdoing. Our law, fortunately, provides guidance for precisely these situations in the form of doctrines governing the duties owed by officers and directors [...]

*Chancellor Chandler, In RE Citigroup Inc. Shareholder Deriv. Lit.
Civil Action No. 3338-CC d.d. 24 februari 2009 (Del. Ch.)*

* Mr. drs. Daniella A.M.H.W. Strik is advocaat te Amsterdam en buiten-promovenda aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam.

Inhoudsopgave

1.	Inleiding	201
2.	Algemene gedachten over risico en risicobeheersing	206
2.1	Over risicofilosofie	206
2.2	De ontwikkeling van het risicobeheersingsconcept	208
3.	Relevant juridisch kader voor risicobeheersing	210
3.1	Specifieke voorschriften in het Burgerlijk Wetboek en de Nederlandse Corporate Governance Code	210
3.2	Wft en Besluit prudentiële regels Wft	214
3.3	Relevantie van <i>emerging best practices</i>	217
3.4	Interne richtlijnen en externe toezeggingen	218
3.5	Een korte rechtsvergelijking	221
3.5.1	Verenigde Staten	221
3.5.2	Engeland	224
3.6	Tot slot	226
4.	Verschillende kernonderdelen van risicobeheersing in de praktijk en verantwoordelijkheden	227
4.1	Het opzetten van het risicobeheersingssysteem	228
4.2	Bepalen van <i>risk appetite</i> en doelstellingen	230
4.3	Het ontwikkelen van effectieve rapportagestructuren	235
4.4	Risicoanalyse en beoordeling	239
4.5	Controleren of activiteiten onderneming voldoen aan risico-profiel en gestelde doelen	241
4.6	Reactie op feitelijke verwezenlijking risico's	242
4.7	Het gezag van de risicobeheersingsfunctie binnen de organisatie	243
4.8	Uitvoering risicobeheersing door niet-bestuurders	245
5.	Risicobeheersingsfouten en aansprakelijkheid	245
5.1	Aansprakelijkheidsregels als middel voor risicoallocatie	245
5.2	Over ondernemen en beperkingen aan risicobeheersing: kritische faalfactoren voor bestuursbeslissingen	251
5.3	Indeling categorieën risicobeheersingsfouten	260
5.4	Geconstateerde gebreken in risicobeheersingssystemen van banken	266
6.	Prelude: aansprakelijkheid voor falend risicomanagement in de Verenigde Staten en Engeland	269
6.1	Verenigde Staten	269

DEEL II

6.2	Engeland	276
6.3	Conclusie	277
7.	Aansprakelijkheidsgronden	277
7.1	Interne aansprakelijkheid – art. 2:9 BW	278
7.1.1	Behoorlijke taakvervulling door het bestuur	279
7.1.2	Behoorlijke taakvervulling door de raad van commissarissen	320
7.2	Aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving – art. 2:139 BW en art. 2:150 BW	324
7.3	Aansprakelijkheid uit hoofde van onrechtmatige daad – art. 6:162 BW	329
8.	Algemene verweren van het bestuur en de raad van commissarissen	331
8.1	Het <i>perfect storm</i> -verweer	331
8.2	Dwaling ten aanzien van effectiviteit best practice risicoanalyse-methoden	335
9.	Verweren van individuele functionarissen	337
9.1	Belang moment aan- en aftreden bestuurder	337
9.2	Disculpatie bij art. 2:139/150 BW, invulling door art. 2:9 BW?	341
9.3	Belang en reikwijdte taakverdeling	345
9.3.1	Taakverdeling bij art. 2:139/150 BW	349
9.3.2	Taakverdeling onder het huidige art. 2:9 BW	349
9.3.3	De positie van bestuurders onder art. 2:9 BW volgens het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht	354
9.3.4	Bezwaren tegen het punitatieve effect van art. 2:9 BW (oud en nieuw)	361
9.3.5	Een voorstel voor een alternatieve tekst voor art. 2:9 BW	363
10.	Beantwoording van de onderzoeksvraag	367

1. Inleiding

In deze turbulente tijden van financiële crisis zijn er veel partijen die met de brokken blijven zitten. Benadeelde aandeelhouders en schuldeisers van financiële instellingen laten het daar niet bij: zij proberen verhaal te halen voor de geleden verliezen. Zo dienden aandeelhouders van Fortis N.V. vorig jaar binnen een week na de veel besproken transacties met de Nederlandse en Belgische overheid een enquêteverzoek in bij de Ondernemingskamer. In de Verenigde Staten zijn inmiddels honderden rechtszaken aanhangig tegen onder meer underwriters, investment managers, projectontwikkelaars, hypotheekverstrekkers, pensioenfondsen en accountants. Daarnaast voeren Amerikaanse autoriteiten onderzoeken uit naar tientallen ondernemingen. Er wordt wel gesproken van een ‘*securities litigation tsunami*’.¹ De pijlen worden ook gericht op *executives* en *directors*.

Hierbij past de relativerende kanttekening dat de te verhalen schadevergoeding bij aldus aansprakelijk gehouden bestuurders een druppel op de gloeiende plaat lijkt te zijn, gezien de omvang van de miljarden verliezen van beleggers in en schuldeisers van genationaliseerde en gefailleerde banken. Zo bezien hebben de ingestelde acties tegen de betrokken bestuurders vooral een bestraffend karakter en zijn deze veeleer te zien als een vorm van genoegdoening van gedupeerden. Wel zullen deze acties, indien zij succesvol zullen blijken, enorme schadeposten voor D&O-verzekeraars kunnen betekenen. Ook zullen deze rechtszaken ertoe bij kunnen dragen dat nieuwe gedragsnormen voor behoorlijke taakvervulling ter zake van risicomanagement worden gevormd.

Hoewel algemeen wordt aangenomen dat de financiële crisis zich vanaf de zomer van 2007 heeft geopenbaard,² zijn er al eerdere signalen van een risicobeheersingscrisis in de financiële sector aan te wijzen. Was de lawine van rechtszaken rond aandelenleaseproducten van verschillende financiële instellingen in Nederland niet al één van de eerste tekenen aan de wand dat er in ieder geval vraagtekens gezet konden worden bij het risicomanagement rond de zorgplicht (en het kredietrisico) bij bepaalde retailproducten? De aandelenlease-affaire kwam reeds in 2001 aan het licht toen aandelenleasecontracten na de beurscrash voor veel deelnemers in plaats van winst, een substantiële restschuld opleverden. Verkopers – wier bonussen afhankelijk waren van het aantal gemaakte afspraken met potentiële klanten en ver-

¹ RiskMetrics 2008. Bethel/Ferrell/Hu 2007, p. 1-3. Zie voor een overzicht ook www.dandodiary.com/2008/06/articles/subprime-litigation/the-list-subprime-lawsuit-dismissals-and-denials/index.html.

² Larosière c.s. 2009, p. 6 en p. 11, Turner 2009, p. 27.

kochte contracten – brachten aandelenleaseproducten onder aantrekkelijke namen als ‘Vliegwiél’, ‘Beursversneller’, ‘Feestplan’, ‘Winstverdriedubbelaar’ en ‘Altijd Doen Plan’ aan de man.³ De AFM legde bestuurlijke boetes op in verband met gebrekkige informatieverstrekking bij de aanbidding van dergelijke producten.⁴ De Hoge Raad bekrachtigde de door lagere rechters aangelegde civielrechtelijke normen voor de vaststelling dat een aantal aanbieders van dergelijke aandelenleaseproducten de zorgplicht had geschonden.⁵

En wat te denken van de ‘*pumping and dumping*’-praktijken van bepaalde Amerikaanse banken, waarbij analisten van banken tijdens de Dot-com hype eind jaren negentig tot 2001 ondernemingen overoptimistisch aanprezen, terwijl hun collega’s bij de investmentbanktak van diezelfde bank de IPO’s begeleidden? De Amerikaanse rechtszaken hierover culmineerden in een schikking van banken met Amerikaanse toezichthouders ter hoogte van USD 1,4 miljard.⁶

De oorzaken van de financiële crisis zijn inmiddels door diverse gezaghebbende internationale en nationale instituten en commissies onderzocht.⁷

Zo publiceerde het Institute of International Finance – een wereldwijde organisatie van financiële instellingen – in juli 2008 zijn ‘*Final report of the IFF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations*’. In februari 2009 publiceerde de OECD Steering Group on Corporate governance de initiële uitkomsten van diens onderzoek, na onder meer een openbare OECD consultatie gevolgd door een rapport met hoofdbevindingen en hoofdconclusies. Later dit jaar zullen er terzake definitieve aanbevelingen worden gepubliceerd. De High-Level Group on Financial Supervision in the EU (Commissie Larosière) bracht ook in februari 2009 zijn rapport uit. In maart 2009 werd de onder auspiciën van de Engelse Financial

³ Zie o.a. *Het Financieele Dagblad* 2005, *de Volkskrant* 2001 en Rengers 2003. Zie voor een tijdslijn over de aandelenlease-affaire: www.nos.nl/nosjournaal/artikelen/2005/4/29/290405_dexia_tijdslijn.html.

⁴ Zie: www.afm.nl/marktpartijen/default.aspx?documentid=3628.

⁵ HR 5 juni 2009, *JOR* 2009/199 (*Dexia/De Treek*) en *JOR* 2009/200 (*St. Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon*).

⁶ Bradshaw/Richardson/Sloan 2003 vonden een sterke relatie tussen corporate finance activiteiten en overoptimisme in sell-side analistenonderzoek, wat de stelling onderbouwt dat sell-side analisten toegeven aan de druk van investment bankers en routinematig de vooruitzichten van bedrijven die nieuwe effecten uitgeven ‘hypoetiseren’. Zie over de schikking: www.sec.gov/news/speech/factsheet.htm.

⁷ Het gaat om: IFF 2008, OECD 2009a, OECD 2009b, Larosière c.s. 2009 (Zie over dit rapport ook De Serièrè 2009a), Turner 2009, Adviescommissie Toekomst Banken 2009 (Zie over dit rapport Oostwouder 2009 en De Serièrè 2009b), Code Banken en Walker 2009.

Services Authority ('FSA') geschreven Turner Review gepubliceerd. Een maand later volgde het rapport 'Naar herstel van vertrouwen' van de Nederlandse Adviescommissie Toekomst Banken (Commissie Maas), ingesteld door de Nederlandse Vereniging van Banken. In reactie op dit rapport heeft de Nederlandse Vereniging van Banken de Code Banken opgesteld, die op 9 september 2009 is gepubliceerd. In juli kwam het op verzoek van de Engelse Prime Minister geschreven consultatiedocument van David Walker over *corporate governance* bij financiële instellingen in de UK uit. Het is de bedoeling dat er in november 2009 op basis van een consultatie een finaal document zal worden samengesteld.

In diverse buitenlandse rapporten wordt een diepgaande analyse gegeven van de oorzaken van de kredietcrisis.⁸ Deze rapporten concluderen dat de financiële crisis in belangrijke mate kan worden toegeschreven aan fouten en zwaktes in *corporate governance* systemen van een aantal financiële instellingen, die onvoldoende bescherming boden tegen het overmatig nemen van risico's, wat bevorderd en beloond werd door variabele beloningsstructuren.⁹

Het falende risicomanagement bij bepaalde financiële instellingen wordt in niet mis te verstane bewoordingen beschreven.

Verwezen zij bijvoorbeeld naar het Larosièrè-rapport:

*'There have been quite fundamental failures in the assessment of risk, both by financial firms and by those who regulated and supervised them. There are many manifestations of this: a misunderstanding of the interaction between credit and liquidity and a failure to verify fully the leverage of institutions were among the most important. The cumulative effect of these failures was an overestimation of the ability of financial firms as a whole to manage their risks, and a corresponding underestimation of the capital they should hold.'*¹⁰

*'Failures in risk management policies, procedures, and techniques were evident at a number of firms-in particular, the lack of a comprehensive approach to firm-wide risk management often meant that key risks were not identified or effectively managed.'*¹¹

⁸ Adviescommissie Toekomst Banken 2009 was niet gericht op het onderzoeken van oorzaken van de financiële crisis, maar op het formuleren van aanbevelingen voor de toekomst.

⁹ OECD 2009a, p. 1, 3, Larosièrè c.s. 2009, p. 10.

¹⁰ Larosièrè c.s. 2009, p. 8.

¹¹ IFF 2008, p. 9.

Volgens een aantal rapporten wijzen deze ernstige tekortkomingen op ineffectief toezicht van de *board*:¹²

*‘Perhaps one of the greatest shocks from the financial crisis has been the widespread failure of risk management. In many cases risk was not managed on an enterprise basis and not adjusted to corporate strategy. Risk managers were often kept separate from management and not regarded as an essential part of implementing the company’s strategy. Most important of all, boards were in a number of cases ignorant of the risk facing the company.’*¹³

Geconcludeerd werd dat het verschil in uitwerking van de financiële crisis bij banken te herleiden was tot de bestuursstructuur en de aard van het risicobeheersingssysteem.¹⁴ Het onderwerp bestuursstructuur is in deel I van dit preadvies aan de orde gekomen, waarin is ingegaan op onder meer de verantwoordelijkheid van bestuurders en commissarissen binnen de vennootschap. Dit deel van het preadvies richt zich op de positie van bestuurders en commissarissen en hun civielrechtelijke aansprakelijkheid voor falend risicomanagement.

De onderzoeksvraag van dit deel II van het preadvies is op welke wijze de hoogte van de drempel voor aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor falend risicomanagement kan worden bepaald. Nederlandse wet- en regelgeving bevat een beperkt aantal bepalingen dat risicobeheersing en mededelingen over risico’s en risicobeheersing in het jaarverslag specifiek adresseert: onder meer de Nederlandse Corporate Governance Code en voor banken de Wet op het financieel toezicht. Daarin zijn echter geen concrete gedragsnormen opgenomen voor de wijze waarop risicobeheersing in de dagelijkse praktijk moet worden toegepast. In dit preadvies wordt getracht te komen tot een identificatie van specifiekere gedragsnormen op dit gebied, bij overschrijding waarvan aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen aan de orde kan komen. Ik zal thans kort uiteenzetten op welke manier ik de beantwoording van de onderzoeksvraag zal behandelen.

Alvorens ertoe te kunnen overgaan om juridische kwalificaties te geven aan specifieke zaken die betrekking hebben op risicobeheersing, is het nuttig om te onderzoeken wat daaronder in de praktijk wordt verstaan. Daartoe zal ik in dit preadvies verschillende kernonderdelen van risicobeheersing bespreken, zoals deze in het bedrijfsleven worden toegepast. Ik zal in dit verband ook aandacht schenken aan actuele aandachtspunten die in het kader

¹² OECD 2009a, p. 3, 7, Larosièrre c.s. 2009, p. 10.

¹³ OECD 2009b, p. 8.

¹⁴ OECD 2009a, p. 7-8.

van de financiële crisis naar voren zijn gekomen ten aanzien van risicomanagement bij banken. De in dit preadvies beschreven kernonderdelen van risicobeheersing kunnen als een kapstok dienen waaraan juridische gedragsnormen kunnen worden opgehangen.

Ik zal signaleren dat er in de praktijk ook belangrijke beperkingen zijn aan risicobeheersing. De factoren die bepalen of een bestuursbeslissing tot brokken leidt – door mij aangeduid als *kritische faalfactoren* – hebben bestuurders en commissarissen immers niet altijd zelf in de hand. Dit zal zijn neerslag moeten vinden in de hoogte van de aansprakelijkheidsdrempel.

Vervolgens is het van belang om te bezien welke risicobeheersingsfouten er in de praktijk kunnen worden gemaakt. Dergelijke fouten zouden immers als feitelijke grondslag kunnen dienen voor een aansprakelijkstelling. Ik zal komen tot een indeling van risicobeheersingsfouten, welke indeling kan worden gebruikt bij de analyse van welk type handelen of nalaten in een concreet feitencomplex aan de orde is, alvorens men overgaat tot het vellen van een aansprakelijkheidsoordeel. Daarbij is ook van belang te onderkennen dat er beperkingen zijn aan de aansprakelijkheid van bestuurders voor risicobeheersingsfouten van ondergeschikten.

Aansprakelijkheidsregels zijn een instrument van de overheid om bepaalde risico's te alloceren binnen de maatschappij. Een belangrijk kader voor concrete gedragsnormen voor bestuurders en commissarissen op het gebied van risicobeheersing is de filosofie van de overheid ten aanzien van ondernemersrisico's en aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen terzake. Die risicofilosofie – die bij verschillende gelegenheden is uitgesproken door de wetgever en de Hoge Raad – is dat er ruimte moet zijn om te ondernemen, om risico's te nemen en dat de drempel voor aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen hoog moet zijn. Bij het opstellen van gedragsnormen voor de wijze waarop bestuurders en commissarissen in concrete situaties dienen te handelen, moet deze risicofilosofie als uitgangspunt worden genomen.

Voor het aansprakelijkheidsoordeel zijn vervolgens concrete gedragsnormen nodig. Hoewel risicomanagement zich als bedrijfskundig concept al vanaf de jaren zestig heeft ontwikkeld en dit decennium veel aandacht heeft gekregen na een aantal omvangrijke boekhoudschandalen, is er in de Nederlandse juridische literatuur opvallend weinig aandacht besteed aan concrete gedragsnormen voor bestuurders en commissarissen op dit gebied en is er nog geen totaalvisie ontwikkeld. In de rechtspraak zijn onderdelen van risicomanagement wel aan de orde geweest. Dit preadvies zal voor handen zijnde individuele uitspraken in een breder kader plaatsen, gebaseerd op kernonderdelen van risicobeheersing.

Daarvoor zal ik in het bijzonder als uitgangspunt nemen de aansprakelijkheid jegens de vennootschap voor onbehoorlijke taakvervulling in de zin van art. 2:9 BW en aansprakelijkheid jegens derden voor misleidende finan-

ciële verslaggeving op grond van art. 2:139/150 BW. Eerst worden daarbij de concrete gedragsnormen besproken die gelden voor de organen als collectief, waarbij ook aandacht wordt besteed aan belangrijke verweren die de functionarissen als collectief kunnen voeren. Vervolgens wordt ingegaan op verweren die individuele functionarissen kunnen voeren ter afwering van aansprakelijkheid.

Eén van die individuele verweren die ik uitgebreid zal behandelen is de mogelijkheid van individuele functionarissen om zich aan aansprakelijkheid te onttrekken met een beroep op een onderlinge taakverdeling. Daarbij zal dit preadvies de rol van een taakverdeling onder art. 2:9 BW volgens de huidige tekst van die bepaling en volgens de tekst voorgesteld onder het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht behandelen. Belangrijk nadeel van beide regelingen, die als uitgangspunt hoofdelijke aansprakelijkheid hebben, is dat deze ongewenste punitatieve effecten kunnen hebben voor individuele functionarissen. Een genuanceerder wettelijk systeem, waarbij individuele verantwoordelijkheid met op maat gesneden aansprakelijkheid kan worden gesanctioneerd, lijkt – zeker als het gaat om de *one tier board* – wenselijk. Ik zal daartoe een voorstel voor een alternatieve tekst van art. 2:9 BW doen.

Deze publicatie wordt afgesloten met de beantwoording van de onderzoeksvraag.

2. Algemene gedachten over risico en risicobeheersing

2.1 Over risicofilosofie

Volgens *Van Dale Groot woordenboek der Nederlandse Taal* betekent risico: ‘gevaar voor schade of verlies’.¹⁵ In het COSO-raamwerk is risico gedefinieerd als: ‘*the possibility that an event will occur and adversely affect the achievement of objectives*’.¹⁶

Ondernemingen staan bloot aan veel verschillende risicofactoren. Te denken valt aan veiligheidsrisico’s voor personeel en omgeving, gezondheidsrisico’s, het risico dat bedrijfsonderdelen beschadigd worden door brand of natuurrampen, risico’s met betrekking tot bijvoorbeeld investeringen, outsourcing, reputatie, compliance, verlies van intellectuele eigendomsrechten, veiligheid, corruptie, maar ook meer financiële risico’s zoals die ten aanzien van wisselkoersen, prijzen van grondstoffen, rentetarieven en het aantrekken van financiering.

¹⁵ *Van Dale Groot Woordenboek der Nederlandse Taal* 1989, p. 2413.

¹⁶ COSO 2004, p. 16. Overigens bestaan er nog meer definities van risico, die ik zal laten rusten. Zie bijv. Claes 2008, p. 40-44.

De perceptie van wat en hoe groot een risico is, is subjectief en mede afhankelijk van culturele factoren.¹⁷ Het vergt een schatting van de waarschijnlijkheid dat een risico zich zal verwezenlijken en van de gevolgen van die mogelijkheid, die vaak niet exact te berekenen zijn. De schattingen van de omvang van risico's en de beoordeling of het de moeite waard is om die risico's te nemen, worden bepaald door een afweging tussen mogelijke opbrengsten en kosten, de wijze waarop die risico's door de betrokken personen worden gepercipieerd en de bereidheid van de betrokkenen om risico's te nemen ('*some like it hot, some like it cool*').¹⁸ Dit alles maakt dat risico's en wat een adequate beheersing daarvan betekent, juridisch gezien moeilijk grijpbaar zijn.

De manier waarop mensen tegen risico aankijken wordt onder meer bepaald door hun risicofilosofie.¹⁹ Zo is er een stroming in de maatschappij die meent dat de natuur (en dus ook risico's) hun beloop moeten hebben en een '*que sera sera*' houding heeft ten aanzien van risico's.²⁰ Een andere stroming meent dat wetenschappelijk onderzoek kan bepalen wat de limieten zijn van acceptabele risico's en dat er vervolgens grenzen gesteld moeten worden om te zorgen dat deze niet worden overschreden. Er zal worden ingegrepen als deze grenzen worden overschreden. Weer een andere stroming meent dat er duidelijke regels gesteld moeten worden over hoe mensen zich moeten gedragen ten aanzien van risico's.²¹ Een dergelijke risicofilosofie bepaalt ook de houding ten opzichte van risicobeheering, welke filosofie bovendien nog kan variëren al naargelang van de aard van het te lopen risico.

In het algemeen kan gezegd worden dat bepaalde onzekerheden ten aanzien van primaire behoeften in het leven van burgers in ontwikkelde landen in sterke mate zijn gereduceerd, wat ook heeft geleid tot een langere levensverwachting.²² Wel is het aantal (andere) risico's dat men loopt in de twintigste eeuw snel toegenomen; het risicoprofiel van de samenleving is veranderd.²³ De technologische vooruitgang in onze samenleving heeft niet geleid

¹⁷ Zie over subjectiviteit van het risicobegrip Douglas/Wildavsky 1992, p. 1, 194, Schwing/Albers 1980, p. 7. Zie ook Stulz 2008, p. 10: '*Different risk managers can reach very different conclusions.*' Zie over cultuur en risico o.a. Schwing/Albers 1980, p. 273-285, Douglas/Wildavsky 1992, p. 9, Beck 1999, Beck 2009, p. 12-13 en p. 29-34, Slovic 2000.

¹⁸ Zie Adams/Thompson 2002, p. 3 en p. 12-13 en Louwman/Steens 1994.

¹⁹ Zie Adams/Thompson 2002, p. 9, die vier visies op risico beschrijven: de individualisten, de egalitairers, de hierarchisten en de fatalisten. Vgl. ook Douglas/Wildavsky 1992, p. 93-101.

²⁰ Zie Adams/Thompson 2002, p. 9.

²¹ Zie over genoemde stromingen Adams/Thompson 2002, p. 8-9.

²² Vgl. Claes 2008, p. 12 en Schwing/Albers 1980, p. 115.

²³ Zie Schultz van Haegen 2003.

tot minder risico's; het heeft slechts de percepties van risico's veranderd.²⁴ Bepaalde risico's kunnen zelfs wereldwijde effecten hebben.²⁵

Een belangrijke maatschappelijke tendens is voorts dat mensen steeds minder bereid zijn om de gevolgen van de verwezenlijking van risico's te dragen.²⁶ Daarbij speelt ook dat er door de industrialisering veel door de mens gecreëerde risico's zijn geïntroduceerd. Dergelijke risico's contrasteren met zogenaamde *Acts of God* – spelingen van het lot – waar mensen vroeger frequenter mee te maken hadden. Aan eerstgenoemde risico's liggen immers menselijke beslissingen ten grondslag; het zijn risico's die door menselijk handelen zijn ontstaan.²⁷ En dan komt al snel de vraag op naar verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid.²⁸

2.2 De ontwikkeling van het risicobeheersingsconcept

In de periode na de Tweede Wereldoorlog vond risicobeheersing binnen bedrijven vooral plaats door het afsluiten van verzekeringen. De bestuurder moest identificeren aan welke verzekerbare risico's zijn onderneming blootstond en een kosten-batenanalyse maken om te besluiten welke verzekeringen tegen welke voorwaarden zouden worden afgesloten. Deze fase in de geschiedenis over het denken over risicomangement wordt wel aangeduid met *insurance management*.²⁹

Geleidelijk kwam rond de jaren zestig vanuit de Verenigde Staten een ontwikkeling op gang waarbij het beheersen van risico's niet werd beperkt tot *insurance management*, maar waarbij werd gesproken over *risk management*. Hierbij gaat het om een bredere blik op mogelijke risico's waaraan de onderneming blootstaat en de maatregelen die konden worden getroffen ter identificatie en beheersing van risico's. Naast verzekeren werd ook gezocht naar andere mogelijkheden om oorzaken van risico's aan te pakken en de gevolgen van het zich verwezenlijken van risico's te beperken. Deze ontwikkeling werd gedreven door versnelde ontwikkelingen in de groei van de productiecapaciteit, ontwikkeling in de technologie en toenemende complexiteit van producten en processen. Ook nam de wet- en regelgeving toe,

²⁴ Douglas/Wildavsky 1992, p. 32, 35, Beck 2009, p. 8.

²⁵ Zie over dit thema Beck 1992, Beck 1999 en Beck 2009.

²⁶ Vgl. Douglas/Wildavsky 1982, p. 11, Wildavsky 1985, p. 10. Zie ook Jongejan 2008, p. 2, 19.

²⁷ Zie over dit verschijnsel ook Douglas/Wildavsky 1992, p. 29, 35, 123, Beck 1992, p. 22, 155, 156, 159 en Beck 2009, p. 4, 7, 25, 72-73. Beck 2009, p. 13 geeft aan dat wereldwijde financiële risico's een bijproduct zijn van genomen beslissingen.

²⁸ In deze zin: Douglas/Wildavsky 1992, p. 33, Beck 1999, p. 50 en Beck 2009, p. 26.

²⁹ Zie voor een beschrijving Louwman/Steens 1994, p. 13. Zie ook Claes 2008, p. 16.

waardoor ondernemingen een indirecte prikkel kregen om aan risicobeheersing te doen.³⁰

In sectoren waar veiligheidsrisico's gelden is al decennia aandacht voor onder meer operationeel risicomanagement. Te denken valt aan productiebedrijven, waarin productiewerknemers worden blootgesteld aan het risico van zware verwondingen bij de bediening van machines, bedrijven met productieprocessen waarbij verwezenlijking van het risico van explosiegevaar kan leiden tot verwondingen bij werknemers en anderen die zich in de omgeving ophouden en tot milieuschade, en voedselproductiebedrijven, waarbij consumenten van de producten kunnen worden blootgesteld aan (voedsel)vergiftiging. In branches waar dergelijke risico's actueel zijn en in sterk gereguleerde sectoren zoals farmacie of defensie,³¹ wordt al heel lang gewerkt met protocollen en veiligheidsvoorschriften.

Het denken over risicobeheersing heeft een belangrijke impuls gekregen, toen in 2002 in de Verenigde Staten na een aantal boekhoudschandalen de Sarbanes-Oxley wet werd ingevoerd, die zware verantwoordelijkheden legt bij de CEO en CFO van bepaalde ondernemingen ten aanzien van financiële risicobeheersing en interne controle. Ook in Nederland zijn in de Nederlandse Corporate Governance Code en wetgeving voor financiële instellingen specifieke regels opgenomen.

Door de financiële crisis richt de aandacht zich inmiddels sterk op risicomanagement bij banken. Maar ook verzekeraars waren niet immuun voor de crisis.³² Er zijn belangrijke lessen te leren van het falende risicomanagement bij bepaalde banken. Ter voorkoming van dergelijke situaties binnen de financiële sector, maar ook binnen andere sectoren. Het belang van goed risicomanagement is immers niet beperkt tot de financiële sector.³³ Wel is het zo, dat met name in de financiële sector de volatiliteit van financiële risico's groter pleegt te zijn.³⁴ Bovendien zijn niet alle sectoren even essentieel voor het functioneren van de economie, nu banken een publieke nutsfunctie vervullen³⁵ en een bankfalen een systeemrisico met zich kan brengen.³⁶ Maar ook faillissementen van niet-financiële instellingen kunnen grote negatieve maatschappelijke gevolgen hebben.³⁷

³⁰ Zie hierover Louwman/Steens 1994, p. 14-15 en Claes 2008, p. 17.

³¹ Zie o.a. Marchetti 2005, p. 11.

³² Larosière c.s. 2009, p. 22.

³³ OECD 2009a, p. 2, 17, OECD 2009b, p. 9, 12.

³⁴ OECD 2009b, p. 32.

³⁵ Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 21.

³⁶ Zie OECD 2009b, p. 13. In Turner 2009, p. 52-53, wordt uiteengezet op welke drie fundamentele punten bancaire activiteiten zich onderscheiden van andere ondernemingsactiviteiten. Vgl. ook Luhmann 1993, p. 175-186.

³⁷ OECD 2009b, p. 40.

Zo toonde het *Enron*-debacle in 2001 dat zich ook in de energiesector serieuze risicomanagement- en integriteitsissues kunnen voordoen. Het bankroet van Enron veroorzaakte een enorme teruggang in liquiditeit en substantiële neergang van de energiehandelspraktijken in de Amerikaanse markt. Dit illustreert het belang van het toepassen van de te leren risicomanagementlessen uit de financiële crisis in andere sectoren in de economie, voordat een vergelijkbare crisis elders toeslaat en wellicht letterlijk het licht uitgaat.

3. Relevant juridisch kader voor risicobeheersing

Alvorens in te gaan op de specifieke onderdelen van risicobeheersingssystemen die zich in de praktijk hebben ontwikkeld, wordt hierna eerst de relevante wet- en regelgeving die bepalingen bevat over risicobeheersing beschreven. Ik zal specialistische wetgeving die de facto een vorm van risicobeheersing voorschrijft, bijvoorbeeld op het gebied van milieu, veiligheid of gezondheidszorg, buiten beschouwing laten. Par. 3.1 behandelt de publicatieverplichtingen in het Burgerlijk Wetboek en de Nederlandse Corporate Governance Code. Voor financiële instellingen gelden daarnaast nog specifieke voorschriften, zoals neergelegd in de Wft en aanverwante regelgeving, zie par. 3.2. De *best practice* rond risicobeheersing is volop in ontwikkeling. Par. 3.3 bevat een bespreking van de juridische relevantie van *emerging best practices*. Par. 3.4 gaat in op de rol die interne richtlijnen en externe toezeggingen kunnen spelen bij de beoordeling van de taakvervulling door het bestuur en/of de raad van commissarissen. In par. 3.5 wordt kort het relevante wet- en regelgevingskader over risicobeheersing zoals dat geldt in de Verenigde Staten en Engeland beschreven.

3.1 *Specifieke voorschriften in het Burgerlijk Wetboek en de Nederlandse Corporate Governance Code*

Volgens art. 2:391 lid 1 BW dient het jaarverslag een beschrijving te geven van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee de rechtspersoon wordt geconfronteerd.³⁸ Ingevolge art. 2:391 lid 2 BW dienen onder meer in het jaarverslag mededelingen te worden gedaan omtrent de verwachte gang van zaken. Daarbij wordt, voor zover gewichtige belangen zich hiertegen

³⁸ Zie de MvT bij wetsvoorstel 29 737, nr. 3, p. 24. Er dient een evenwichtige en volledige analyse te worden gegeven, waarbij aandacht dient te worden geschonken aan de resultaten en de positie van de vennootschap, maar ook aan niet-financiële essentiële prestatie-indicatoren, zoals milieu- en personeelsaangelegenheden.

niet verzetten, in het bijzonder aandacht besteed aan onder meer de omstandigheden waarvan de ontwikkeling van de omzet en de rentabiliteit afhankelijk is. Ten aanzien van het gebruik van financiële instrumenten dienen bovendien uit hoofde van art. 2:391 lid 3 BW – voor zover zulks van betekenis is voor de beoordeling van de activa, passiva, financiële toestand en resultaat van de rechtspersoon – de doelstellingen en het beleid van de rechtspersoon inzake risicobeheer te worden vermeld. Daarbij dient aandacht besteed te worden aan het beleid inzake de afdekking van risico's verbonden aan alle belangrijke soorten voorgenomen transacties en door de rechtspersoon gelopen prijs-, krediet-, liquiditeits- en kasstroomrisico's.

De Nederlandse Corporate Governance Code³⁹ vermeldt in nr. 4 van de Preambule dat de daarin opgenomen principes – die kunnen worden opgevat als breed gedragen algemene opvattingen over goede *corporate governance* – samen met de concrete *best practice* bepalingen een zekere normstelling creëren voor het gedrag van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders.⁴⁰ Uit jurisprudentie is af te leiden, dat deze principes en *best practice* bepalingen inderdaad worden gehanteerd als gedragsnormen.⁴¹ De Nederlandse Corporate Governance Code bevat een beperkt aantal principes en *best practice* bepalingen over risicobeheersing. De uitwerking van deze principes in concrete *best practice* bepalingen bestaat echter uit grote lijnen. Het is geen detailschets van hoe binnen de vennootschap ter zake van risicobeheersing in concreto te werk gegaan moet worden.⁴²

Zo schrijft de Nederlandse Corporate Governance Code in *best practice* bepaling II.1.3 voor dat er een op de vennootschap toegesneden intern risicobeheersings- en controlesysteem aanwezig is. Als instrumenten van dat systeem dient de vennootschap in ieder geval te hanteren: risicoanalyses van de operationele en financiële doelstellingen van de vennootschap, handleidingen voor de inrichting van de financiële verslaggeving en de voor de opstelling daarvan te volgen procedures en een systeem van monitoring en rapportering.

De Nederlandse Corporate Governance Code bevat ook bepalingen die een verdeling van verantwoordelijkheid bevatten, waarop in hoofdstuk 4 zal worden ingegaan.

³⁹ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083.

⁴⁰ Zie ook Brief Minister van Financiën aan de Tweede Kamer inzake Kabinetsreactie op de geactualiseerde Nederlandse *corporate governance* code d.d. 25 mei 2009, p. 7.

⁴¹ HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178 (*ABN Amro*), r.o. 4.4. Zie ook HR 14 september 2007, *JOR* 2007/238 (*Versatel*), r.o. 4.4.3 en Brief Minister van Financiën aan Tweede Kamer d.d. 25 mei 2009 inzake Kabinetsreactie geactualiseerde Nederlandse Corporate Governance Code, p. 17.

⁴² In deze zin ook Annink 2004, p. 62.

Bij de wijziging van de Nederlandse Corporate Governance Code in 2008, is het aantal zaken dat het bestuur in het jaarverslag dient te vermelden ter zake van risicobeheersing uitgebreid. Onder de oude Code (Tabaksblat) dienden volgens *best practice* bepaling II.1.4 reeds de werking van het interne risicobeheersings- en controlesysteem in het verslagjaar, de eventuele significante wijzigingen die in die systemen zijn aangebracht, welke eventuele belangrijke verbeteringen van die systemen zijn gepland en dat een en ander met de auditcommissie en de raad van commissarissen is besproken, te worden opgenomen. Daaraan zijn toegevoegd: een beschrijving van de voornaamste risico's gerelateerd aan de strategie van de vennootschap, een beschrijving van de opzet van de risicobeheersings- en controlesystemen met betrekking tot de voornaamste risico's in het boekjaar⁴³ en een beschrijving van eventuele belangrijke tekortkomingen in de interne risicobeheersings- en controlesystemen die in het boekjaar zijn geconstateerd.

De oude Code (Tabaksblat) bevatte in *best practice* bepaling II.1.4 de verplichting voor het bestuur om in het jaarverslag een 'in control'-verklaring af te geven. Die verklaring moest inhouden dat 'de interne risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn', met een duidelijke onderbouwing daarvan. In de herziene Nederlandse Corporate Governance Code is het voorschrift over de 'in control'-verklaring verplaatst naar *best practice* bepaling II.1.5. Voor jaarverslagen vanaf het boekjaar beginnend op of na 1 januari 2009 dient deze in te houden dat '*de interne risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat en dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt*', met een duidelijke onderbouwing daarvan.⁴⁴ In het Nalevingsrapport 2005 van de Monitoring Commissie Corporate Governance was reeds vermeld dat indien een dergelijke verklaring zou zijn afgegeven, zou zijn voldaan aan het voorschrift van de oude 'in control'-verklaring in *best practice* verklaring II.1.4 (oud).⁴⁵ In de praktijk betekende dit, dat de verklaring die de tekst van II.1.4 (oud) vereiste in belangrijke mate werd afgezwakt. De verklaring dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen *adequaat en effectief* zijn, had eerder het karakter van een garantieverklaring en was verstrekkender.⁴⁶

⁴³ Daaronder worden zowel financiële verslaggevingsrisico's als operationele/strategische en wet- en regelgevingsrisico's begrepen. Vgl. Consultatierapport, p. 93.

⁴⁴ NIVRA 2007, p. 15 geeft aanbevelingen voor de inhoud van de 'in control'-verklaring.

⁴⁵ Monitoring Commissie Corporate Governance 2005, p. 7-8.

⁴⁶ Zie hierover ook Sampers 2005, p. 365-366 en Bier 2005, p. 544-545.

De in *best practice* bepaling II.1.5 opgenomen verklaring gaat overigens nog steeds verder dan wordt vereist op basis van Europese richtlijnen,⁴⁷ omdat die voor de *corporate governance*-verklaring slechts een beschrijving voorschrijven van de belangrijkste kenmerken van de interne controle- en risicobeheeringsystemen van de vennootschap, in verband met het proces van financiële verslaggeving en geen kwalitatieve uitspraak terzake vereisen.⁴⁸

Het aanvankelijk door de Monitoring Commissie Corporate Governance in het consultatie-document voorgestelde *forward looking statement* dat er ‘geen indicaties zijn dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het lopende jaar niet naar behoren zullen werken’ is naar aanleiding van de kritische reacties in de consultatieronde niet in de definitieve herziene versie opgenomen.⁴⁹

Ook voor *best practice* bepaling II.1.5 geldt het *comply or explain* principe. Indien het bestuur niet de voorgeschreven verklaring kan afgeven, dient dit te worden vermeld en daarvoor een motivering te worden opgenomen in het jaarverslag.

De externe accountant dient uit hoofde van art. 2:393 lid 3 BW na te gaan – voor zover hij dat kan beoordelen – of het jaarverslag overeenkomstig de vereisten van Boek 2 BW is opgesteld en met de jaarrekening verenigbaar is en of de in art. 2:392 lid 1 b-h BW vermelde gegevens zijn toegevoegd. Hieronder valt tevens de beoordeling van het *corporate governance* verslag en het risicoprofiel. Tijdens die controle dient de accountant onder meer te letten of voldaan is aan de verplichting in de Nederlandse Corporate Governance Code om bepaalde informatie in het jaarverslag op te nemen en of de uiteenzettingen die betrekking hebben op *corporate governance* consistent zijn met bevindingen die zijn voortgekomen uit de uitvoering van de wettelijke controle. Dit is veeleer een signalerende, dan een controlerende functie. Bevindingen over interne beheersing worden gerapporteerd via zijn managementletter/accountantsverslag aan het bestuur en de raad van com-

⁴⁷ ECGF 2006, p. 2, concludeerde dat er geen noodzaak was om op Europees niveau een juridische verplichting te introduceren voor *boards* om de effectiviteit van de interne controle te certificeren.

⁴⁸ Art. 46 bis lid 1 sub c Richtlijn 2006/46/EG van 14 juni 2006 van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 78/660/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, Richtlijn 83/349/EEG van de Raad betreffende de geconsolideerde jaarrekening, Richtlijn 86/635/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van banken en andere financiële instellingen en Richtlijn 91/674/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van verzekeringsondernemingen.

⁴⁹ Zie Nederlandse Corporate Governance Code, p. 52 en Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code, juni 2008, p. 10.

missarissen, die niet publiek wordt gemaakt, en bovendien kunnen de raad van commissarissen en auditcommissie daar in zogenaamde private sessies vragen over stellen aan de externe accountant.⁵⁰ In de praktijk komt het voor dat het bestuur en/of de raad van commissarissen de externe accountant een specifieke opdracht verstrek(t)(en) voor de beoordeling van (deelgebieden van) de interne beheersing via een zogenaamd assurancerapport.⁵¹ Er bestaat discussie over of het wenselijk is dat er een accountantsverklaring over de risicobeheersing van bedrijven komt.⁵² Probleem daarbij is dat de Nederlandse Corporate Governance Code niet bepaalt op welke wijze de effectieve werking van het risicobeheersingssysteem zou moeten worden vastgesteld.⁵³

3.2 *Wft en Besluit prudentiële regels Wft*

Voor banken geldt bovendien specifieke wet- en regelgeving op het gebied van risicobeheersing. Ingevolge art. 3:17 lid 2 Wft dient een bank⁵⁴ de bedrijfsvoering zodanig in te richten dat deze een beheerste en integere uitoefening van haar bedrijf waarborgt. Bovendien is het Besluit prudentiële regels Wft⁵⁵ ('Bpr') van toepassing op banken, dat in hoofdstuk 4, getiteld 'beheerste uitoefening van het bedrijf', voorschriften bevat aangaande risicobeheersing. Art. 17-22 Bpr zijn gebaseerd op art. 3:17 lid 2 aanhef en sub a Wft, dat bepaalt dat bij of krachtens algemene maatregel van bestuur regels worden gesteld met betrekking tot het beheersen van bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's. Verder bevatten deze bepalingen regels over de soliditeit van de financiële onderneming, waaronder het beheersen van financiële en andere risico's die de soliditeit van de financiële onderneming kunnen aantasten. In de nota van toelichting bij het Bpr wordt vermeld dat een goede beheersing van de interne bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's door financiële ondernemingen noodzakelijk is om de aangegane verplichtingen te allen tijde te kunnen nakomen.⁵⁶ Het Bpr schrijft onder meer voor dat de bank dient te beschikken over een informatiesysteem dat een effectieve beheer-

⁵⁰ Zie De Groot 2008, p. 52-53.

⁵¹ De Groot 2008, p. 53.

⁵² Zie bijv. Smit 2009.

⁵³ De Groot/Koolstra 2006, p. 394, 396, Dassen 2004, p. 131, Bier 2005, p. 539 en Annink 2004, p. 65.

⁵⁴ Ik zal hierna uitsluitend over banken spreken, hoewel art. 3:17 Wft ook van toepassing is op andere financiële instellingen.

⁵⁵ Besluit van 12 oktober 2006, houdende prudentiële regels voor financiële ondernemingen die werkzaam zijn op de financiële markten. *Stb.* 2006, 519, gewijzigd in *Stb.* 2008, 581 bij Besluit van 18 december 2008 en nogmaals in *Stb.* 2009, 306 bij Besluit van 3 juli 2009.

sing van de bedrijfsprocessen en de risico's mogelijk maakt en dat voorziet in interne en externe informatiebehoeften. Tevens moet de bank beschikken over procedures en maatregelen om de integriteit, voortdurende beschikbaarheid en beveiliging van geautomatiseerde gegevensverwerking te waarborgen.⁵⁷ Art. 20 lid 1 Bpr gaat in dit opzicht verder dan de Corporate Governance Code, door voor te schrijven dat de bank dient te beschikken over *effectieve* risicobeheersingssystemen. De bank moet ook een beleid voeren gericht op het beheersen van de te lopen risico's, wat moet worden vastgelegd in procedures en maatregelen ter beheersing van de te lopen risico's en geïntegreerd in de bedrijfsprocessen. De bank moet op systematische wijze een onafhankelijk risicobeheer uitvoeren dat gericht is op het identificeren, meten en evalueren van de risico's waaraan de bank is of kan worden blootgesteld.⁵⁸ Risicobeheer wordt omschreven als toezicht op en toetsing van beleid dat is uitgewerkt en geïmplementeerd in procedures en maatregelen die zijn geïntegreerd in de bedrijfsprocessen. In de nota van toelichting worden voorbeelden gegeven, zoals procedures voor de opvang van liquiditeitstekorten of inning of herstructurering van openstaande bedragen. De financiële onderneming wordt geacht een duidelijke visie te hebben op de risico's die zij aangaat. Het beleid moet voorzien in aanwezigheid van procedures van risicolimiteringen die afgestemd zijn op het gekozen risicoprofiel en rekening houden met relevante regelgeving.

Onderdeel van risicobeheer is de risicoanalyse, die als doel heeft inzicht te krijgen in de risico's die de financiële onderneming loopt en om vast te stellen of deze in overeenstemming zijn met de strategieën en beleidsuitgangspunten. De analyse dient rekening te houden met beheersbare en niet-beheersbare risico's, potentiële extreme scenario's (zogenaamde stress-scenario's) en de eventuele verhouding tussen de verschillende scenario's.⁵⁹ In het bijzonder dienen nieuwe producten of diensten te worden onderworpen aan een grondige risicoanalyse. Uitgangspunt zou moeten zijn dat de bank nieuwe producten en diensten op zodanige wijze introduceert dat (de risico's van) eventuele verliezen in omvang beperkt blijven. De onafhankelijkheid van het risicobeheer moet worden gewaarborgd doordat deze niet wordt beïnvloed door commerciële of andere belangen. Risicoanalyse dient buiten de invloedsfeer van het resultaatverantwoordelijke management plaats te vinden. In de nota van toelichting wordt opgemerkt dat het in de praktijk – vooral bij grotere complexe banken – gebruikelijk is dat de risicoanalyse wordt uitgevoerd door een onafhankelijke risicomanagementfunctie.⁶⁰

⁵⁶ Nota van toelichting, p. 76.

⁵⁷ Zie art. 20 lid 1 en 2 Bpr.

⁵⁸ Zie art. 23 lid 1, 2 en 5 Bpr.

⁵⁹ Voornoemde passages zijn opgenomen in nota van toelichting, p. 114.

⁶⁰ E.e.a. is opgenomen in nota van toelichting, p. 115.

Indien gebruik wordt gemaakt van modellen, moet de bank die modellen en de gehanteerde veronderstellingen en variabelen op systematische wijze op validiteit beoordelen, onder meer door de voorspellingen van het model te vergelijken met de werkelijke uitkomsten.⁶¹ De bank moet ook zorgen voor controle door er op systematische wijze op toe te zien dat de risicobeheersingsprocedures en -maatregelen worden nageleefd en ervoor zorgen dat gesignaleerde tekortkomingen of gebreken worden opgeheven.⁶² De nota van toelichting merkt op dat het voor de hand ligt dat indien wordt geconstateerd dat procedures en maatregelen niet worden nageleefd, tijdig actie wordt ondernomen ter beperking van de schade en dat procedures en maatregelen worden gewijzigd of aangepast ter voorkoming van toekomstige overtredingen of inbreuken.⁶³ Art. 26 Bpr voorziet in bewaking en beheersing van solvabiliteits- en liquiditeitsrisico's van de bank. Naar aanleiding van de financiële crisis is meer aandacht gekomen voor liquiditeitsrisico's.

Deze regels in het Bpr zijn *principle based*. In de nota van toelichting wordt gemotiveerd dat een beheerste bedrijfsvoering primair de eigen verantwoordelijkheid van de financiële onderneming en in het belang van die onderneming zelf is.⁶⁴ Verwezen wordt naar art. 2:9 BW op grond waarvan het bestuur gehouden is tot een behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak: 'Het bestuur dient dan ook op grond van het BW ervoor zorg te dragen dat de regels omtrent de bedrijfsvoering worden nageleefd.'⁶⁵ Maar juist omdat die normen zo open en *principle based* zijn, is het lastig om de reikwijdte van die verantwoordelijkheid en taak vast te stellen.

De Nederlandsche Bank ('DNB') dient op grond van art. 3:18a lid 1 jo. 4 Wft ten minste eenmaal per jaar volgens bij of krachtens AMvB te stellen regels de strategieën, procedures en maatregelen ingevolge art. 2:17 Wft en het toetsingsvermogen van een bank te evalueren, gelet op de omvang en aard van haar huidige en mogelijke toekomstige risico's. DNB past daartoe één risicoanalysemethode toe: Financial Institutions Risk analysis Method ('FIRM'). DNB heeft het FIRM Handboek openbaar gemaakt, daarbij uitdrukkelijk kenbaar makend dat dit Handboek niet bedoeld is als regelgeving of beleid van DNB en niet is beoogd aan te geven op welke wijze DNB een instelling zal beoordelen op compliance met de gestelde toezichteisen. Door met FIRM de risico's en de beheersing van banken te 'scoren', worden risico's, beheersing, activiteiten en instellingen onderling gerangschikt, waar-

⁶¹ Zie art. 25 Bpr.

⁶² Zie art. 24 Bpr.

⁶³ Nota van toelichting, p. 115.

⁶⁴ Nota van toelichting, p. 76.

⁶⁵ Nota van toelichting, p. 76. Hier wordt verwezen naar regelgeving uit de Wft.

mee input wordt geleverd voor een zo efficiënt mogelijke allocatie van schaarse toezichtcapaciteit. Annex D van het FIRM Handboek bevat beoordelingscriteria voor risicospecifieke controle, uitgesplitst naar risico-identificatie, risicobeleid, administratieve organisatie en interne controle en risicomonitoring. Voor verschillende categorieën risico's wordt steeds aan de hand van een aantal behoorlijk gedetailleerde criteria bepaald wanneer er sprake is van '*strong control*', '*adequate control*', '*inadequate control*' of '*weak control*'. In de praktijk kijkt DNB naar de opzet van de systemen en wordt thematisch gekeken naar de werking van de systemen. De werking van de systemen materialiseert zich in financiële gegevens en ratio's, waarop DNB ook toezicht houdt. Ik begrijp dat DNB inmiddels de door haar op basis van FIRM gemaakte beoordeling van de risicobeheersing met onder toezicht staande instellingen periodiek bespreekt in individuele 'risicogesprekken', ook in aanwezigheid van bestuurders van die instellingen. DNB kan ter zake van risicobeheersing specifieke aanwijzingen geven. Het is echter geen standaardprocedure dat er een schriftelijke rapportage van de FIRM-beoordeling wordt verstrekt.

3.3 *Relevantie van emerging best practices*

Nadat de financiële crisis manifest was geworden, is door allerlei gezaghebbende personen en instanties uitgesproken dat de risicobeheersingssystemen bij bepaalde banken op belangrijke punten niet goed functioneerden. De in de inleiding van dit preadvies genoemde rapporten formuleren *best practices*. In hoeverre hebben deze juridisch relevantie voor het vaststellen van de verantwoordelijkheid van de bestuurders en commissarissen terzake?

Vaststaat dat deze *best practices* op dit moment geen onderdeel uitmaken van de Nederlandse Corporate Governance Code. Deze *best practices* hebben derhalve juridisch gezien in ieder geval een andere – lagere – status. Een belangrijk deel van die *best practices* is eigenlijk meer te zien als aanbevelingen voor hoe risicomanagement bij banken *in de toekomst* beter geregeld zou kunnen worden.⁶⁶ In sommige rapporten wordt wel gesproken over *emerging best practices* – *best practices* die in opkomst zijn. Bovendien zal de toepasselijkheid daarvan afhankelijk zijn van onder meer de aard van de onderneming, het gekozen business model en de specifieke markt waarin deze opereert.⁶⁷

⁶⁶ Vgl. bijv. IFF 2008, p. 27: '*They are to be used to reinforce firms' overall standards of conduct [...]*'.

⁶⁷ IFF 2008, p. 27-28.

Het toepassen van dergelijke *emerging best practices* als norm voor handelen (of nalaten) van bestuurders dat vóór 2009 heeft plaatsgevonden, heeft het gevaar in zich van oordelen met kennis achteraf. Anders dan de rechters nu, beschikten de betreffende bestuurders toen immers niet over deze expliciete richtlijnen. Bovendien is de vraag of de gedragsnorm voor bestuurders wel wordt gevormd door uitsluitend in de markt geformuleerde *best practice* bepalingen, of dat een lagere gradatie van *practice* (zoals *good practice*) ook nog behoorlijke taakvervulling kan opleveren.

Ter illustratie is in dit verband de formulering van *Chancellor Chandler* van de Delaware Chancery Court *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* interessant:⁶⁸

‘This Court strongly encourages directors and officers to employ best practices, as those practices are understood at the time a corporate decision is taken. But Delaware law does not – indeed, the common law cannot – hold fiduciaries liable for a failure to comply with the aspirational ideal of best practices, any more than a common-law court deciding a medical malpractice dispute can impose a standard of liability based on ideal – rather than competent or standard – medical treatment practices, less the average medical practitioner be found inevitably derelict.’ (onderstr. toegev.)

Dit werd eerder al vastgesteld door de Supreme Court van Delaware in *Brehm v. Eisner*:⁶⁹

‘But the law of corporate fiduciary duties and remedies for violation of those duties are distinct from the aspirational goals of ideal corporate governance practices. Aspirational ideals of good corporate governance practices for boards of directors that go beyond the minimal legal requirements of the corporation law are highly desirable, often tend to benefit stockholders, sometimes reduce litigation and can usually help directors avoid liability. But they are not required by the corporation law and do not define standards of liability.’ (onderstr. toegev.)

3.4 Interne richtlijnen en externe toezeggingen

Rechters kunnen ten slotte ook teruggrijpen op binnen de onderneming geldende interne richtlijnen. Vaststaat dat overtreding van statutaire bepalingen, die strekken ter bescherming van de vennootschap respectievelijk aandeelhouders, in principe aansprakelijkheid van de functionaris vestigt jegens de betreffende partij, tenzij de functionaris kan aantonen dat hem terzake geen

⁶⁸ *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005).

⁶⁹ *Brehm v. Eisner* (Del. 2000).

ernstig verwijt treft.⁷⁰ Maar ook voor organen geldende richtlijnen die geen statutaire basis hebben, vormen blijkens het *Staleman/Van der Ven*-arrest een relevante omstandigheid bij de beoordeling of er sprake is van behoorlijke taakvervulling in de zin van art. 2:9 BW.⁷¹ Ook als het gaat om de vaststelling van wanbeleid in het kader van een enquêteprocedure speelt dat een rol. Verwezen zij naar de *Batco*-beschikking, waarin relevant werd geoordeeld dat de onderneming in strijd handelde met de OECD-Guidelines waarvan haar moedermaatschappij extern had gecommuniceerd deze als richtlijn voor haar beleid te hebben aanvaard.⁷² Intern opgestelde regels speelden ook in de *Ceteco*-zaak.⁷³ Zie hierover par. 7.1.1.

In het jaarverslag dient volgens *best practice* bepaling II.1.4 sub b van de Nederlandse Corporate Governance Code ook een beschrijving van de opzet en werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen met betrekking tot de voornaamste risico's in het boekjaar te worden opgenomen. Dit voorschrift is recentelijk toegevoegd in de gewijzigde Nederlandse Corporate Governance Code en van kracht vanaf het boekjaar beginnend op of na 1 januari 2009, maar in de toelichting bij de oude Code (Tabaksblad) was reeds vermeld dat het in de rede lag dat het bestuur in de verklaring vermeldde *welk raamwerk of normenkader* het heeft gehanteerd bij de evaluatie van het interne risicobeheersings- en controlesysteem.⁷⁴

Een dergelijk raamwerk kan bestaan uit een totaal Enterprise Risk Management systeem. Voorbeelden zijn het 'Enterprise Risk Management – Integrated Framework' van het Committee of Sponsoring Organisations of the Treadway Commission ('COSO'), dat veel wordt toegepast door Amerikaanse en Nederlandse bedrijven,⁷⁵ en de *Turnbull guidance*,⁷⁶ dat veel wordt toegepast door Engelse bedrijven.⁷⁷

⁷⁰ HR 29 november 2002, *NJ* 2003, 455 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*), r.o. 3.4.5 en HR 20 juni 2008, *JOR* 2008/260 (*NOM/Willemsen*), r.o. 5.3.

⁷¹ HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360 (*Staleman/Van de Ven*), r.o. 3.3.1.

⁷² OK 21 juni 1979, *NJ* 1980, 71, r.o. 6. Zie hierover de aantekeningen bij deze beschikking van C.A. Boukema in *TVVS* 1979, p. 244-245.

⁷³ Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10 (*Ceteco*), r.o. 5.84-5.91.

⁷⁴ Nederlandse Corporate Governance Code, p. 33.

⁷⁵ Hetzelfde geldt voor 'COSO Internal Control – Integrated Framework', zie Ramos 2006, p. 35. NIVRA 2008, p. 7, 44 constateerde dat uit de jaarverslagen over 2007 bleek dat bij iets minder dan de helft van de Nederlandse beursgenoteerde bedrijven het COSO-raamwerk gebruikte, terwijl dat percentage voor de AEX-fondsen 91% bedroeg.

⁷⁶ *Turnbull Guidance* 2005.

⁷⁷ NIVRA 2007, p. 4 heeft een voorkeur voor de *Turnbull guidance*.

In het COSO-raamwerk wordt Enterprise Risk Management ('ERM') gedefinieerd als:

*'a process, effected by an entity's board of directors, management and other personnel, applied in strategy setting and across the enterprise, designed to identify potential events that may affect the entity, and manage risk to be within its risk appetite, to provide reasonable assurance regarding the achievement of entity objectives.'*⁷⁸

Kern van ERM is dat het aanwezig is in de hele onderneming. Afhankelijk van de omvang van de met de vennootschap verbonden onderneming, zal ERM zien op groepsniveau, divisies, business units en dochtervennootschappen. Met ERM wordt gebroken met de neiging om risico's in te delen in categorieën ('silo's'), wat het risico met zich bracht dat doordat de verschillende silo's onvoldoende met elkaar communiceerden, bepaalde grote risico's over het hoofd werden gezien.⁷⁹ Door een ERM wordt gepoogd risico's een geïntegreerd onderdeel te laten uitmaken van managementbeslissingen.⁸⁰ Op deze manier wordt risico een integraal onderdeel van de bedrijfsvoering, in plaats van een aparte staffunctie die daarbuiten staat.

Interne controle maakt onderdeel uit van ERM. Het doel van interne controle is het bepalen van de integriteit en compliance van alle activiteiten, daaronder begrepen zaken die verband houden met ethische grenzen, en risicomanagement.⁸¹

Een onderneming kan ook een eigen – al dan niet op COSO of Turnbull gebaseerd – risicobeheersingsraamwerk opzetten, zoals het Ahold Business Control Framework.⁸²

In de praktijk worden ook wel op kleinere schaal richtlijnen en criteria opgesteld ten behoeve van risicobeheersing, te weten voor specifieke projecten, zoals de implementatie van een nieuwe strategie, de introductie van een nieuw product of een overname.

Aan de keuze voor de toepassing van een dergelijk raamwerk of normenkader ligt een bestuursbeslissing ten grondslag. Indien het bestuur daarvoor heeft gekozen, zou een dergelijk raamwerk kunnen worden beschouwd als een interne richtlijn, waaraan gedrag van bestuurders of commissarissen getoetst kan worden. Een belangrijke vraag is uiteraard wat de inhoud en reikwijdte van een dergelijke interne richtlijn zou zijn. Daarbij doet zich het probleem voor dat wel wordt gezegd dat het COSO-raamwerk (en de

⁷⁸ COSO 2004, p. 4, 16.

⁷⁹ Zie over dit verschijnsel ook Stulz 2008, p. 12 en Stulz 2009, p. 3.

⁸⁰ Zie ook Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 15.

⁸¹ Chorafas 2006, p. 443.

⁸² Zie *Ahold Annual Report* 2008, p. 24.

Turnbull guidance) geen effectieve richting geeft aan de manier waarop dat *high level* concept moet worden geïntegreerd in de realiteit van een ingewikkelde onderneming.⁸³ Het is een raamwerk, dat voornamelijk hoofdbeginselen en concepten bevat en voorziet in een gemeenschappelijke taal op het gebied van risicomanagement.

In par. 7.1.1 zal worden besproken hoe in concrete casusposities dergelijke interne richtlijnen en criteria relevant kunnen zijn voor de beoordeling van het gedrag van functionarissen bij de beantwoording van de aansprakelijkheidsvraag.

Een ander punt is dat externe mededelingen over welk raamwerk wordt toegepast en overige mededelingen over risico's en risicobeheersing ook relevantie hebben voor de aansprakelijkheidspositie, indien deze mededelingen misleidend blijken te zijn. Zie daarover hierna par. 7.2.

3.5 Een korte rechtsvergelijking

In deze paragraaf wordt een globale beschrijving gegeven van de relevante specifieke regels op het gebied van risicobeheersing in de Verenigde Staten en Engeland. De keuze voor de vergelijking met de Verenigde Staten wordt ingegeven door de grote aandacht die de strenge Sarbanes-Oxley wetgeving heeft getrokken en de omstandigheid dat het denken over risicomanagement enkele decennia geleden vooral in dat land is ontwikkeld. Bespreking van het Engelse recht is bovendien interessant, nu in dat (ook) Angelsaksische land een wat andere benadering is gekozen.

3.5.1 VERENIGDE STATEN

Eén van de eerste dingen die mij bij deze rechtsvergelijking opviel, was dat de beknoptheid van de Nederlandse wet- en regelgeving internationaal gezien niet in negatieve zin opvalt. Ook de Amerikaanse regelgeving is beknopt. Zo schrijft de NYSE Listed Company Manual, Corporate Governance Standards, in section 303A.7(c)(iii)(D) voor dat het schriftelijke reglement voor de auditcommissie dient te bevatten dat het de taak is van de auditcommissie '*[to] Discuss policies with respect to risk assessment and risk management*'.⁸⁴ In de toelichting op deze bepaling is het volgende opgenomen:

'While it is the job of the CEO and senior management to assess and manage the listed company's exposure to risk, the Audit Committee must discuss gui-

⁸³ OECD 2009b, p. 37, Anderson 2009, p. 3 en 14. In dezelfde zin G. Monahan 2008, p. 119, De Groot/Koolstra 2006, p. 394 en ook De Jong 2005, p. 218.

⁸⁴ Zie www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf.

delines and policies to govern the process by which this is handled. The Audit Committee should discuss the listed company's major financial risk exposures and the steps management has taken to monitor and control such exposures.'

De toelichting vermeldt verder dat ondernemingen ook op andere wijze mogen voorzien in hun toezicht op risicobeheersing. In zo'n situatie moet de auditcommissie daar in algemene zin toezicht op houden.

Sections 302 en 404⁸⁵ van Sarbanes-Oxley bevatten specifieke bepalingen over het afgeven van *officer's certificates* ten aanzien van onder meer interne financiële controlesystemen.⁸⁶ In een eerdere publicatie ben ik uitgebreid ingegaan op de aansprakelijkheidsaspecten onder het Amerikaanse federale recht van het afgeven van een misleidende 'in control'-statement.⁸⁷ Wel wordt gezegd dat de federale Sarbanes-Oxley wetgeving, die voorziet in voorschriften ten aanzien van risicobeheersing en interne controle, en op overtreding daarvan zware strafrechtelijke sancties stelt, een belangrijke zwakte in de *fiduciary duties* op dat gebied zoals die van toepassing zijn in de Amerikaanse staten, zoals Delaware, heeft gecorrigeerd.⁸⁸

In voornoemde sections in Sarbanes-Oxley wordt echter niet verder gegaan dan onder meer te vermelden dat de ondertekenende personen verantwoordelijk zijn voor het opzetten en in stand houden van dergelijke systemen, dat die systemen ervoor zorgen dat materiële informatie met betrekking tot de onderneming door anderen binnen de onderneming bekend wordt gemaakt aan de ondertekenaars, dat de effectiviteit van die systemen is gecontroleerd en onder meer alle belangrijke tekortkomingen in de opzet of de werking van de interne controle die op materiële wijze de mogelijkheid van de vennootschap om financiële data vast te leggen, te verwerken, samenvatten en te rapporteren en iedere *material weakness* hebben gerapporteerd aan de accountant en auditcommissie.⁸⁹ Sarbanes-Oxley bevat derhalve geen duidelijke criteria ten aanzien van wat wordt verstaan onder behoorlijke risicobeheersing.⁹⁰

Section 111 van de Emergency Economic Stabilization Act of 2008 bevestigt dat de betreffende financiële instellingen die deelnemen aan het TARP-programma moeten voldoen aan de '*appropriate standards of corpo-*

⁸⁵ Zie De Jong 2005a, p. 463, met een kort commentaar over de onwenselijkheid om de Nederlandse regels over risicobeheersing te schoeien op Amerikaanse leest.

⁸⁶ Van Ginneken 2003, p. 66, 69 en Van Ginneken 2004, p. 150-151, De Jong 2005b, p. 218-219.

⁸⁷ Strik 2009.

⁸⁸ Zie o.a. Arlen 2008, p. 4, 5, 23, Sale 2008, p. 2, 20, en Brown 2007.

⁸⁹ Zie voor een beschrijving van deze regeling ook Marchetti 2005, p. 17-27.

⁹⁰ In deze zin ook Hubbard 2009, p. 255.

rate governance’ en stelt beperkingen aan *executive compensation*. Laatstgenoemde beperkingen strekken ertoe dat prikkels tot het nemen van onnodige en buitensporige risico’s worden uitgesloten.

Ten slotte is vermeldenswaard dat onder de U.S. Federal Sentencing Guidelines (‘USSG’) het bestaan van een effectief *compliance and ethics program* een belangrijke mitigerende factor is voor het vaststellen van een straf.⁹¹ Blijkens het commentaar bij deze regeling wordt daarmee bedoeld een programma dat is ontwikkeld om strafbaar gedrag te voorkomen en op te sporen.

Om te beschikken over een dergelijk effectief programma, wordt in Section 8B2.1(a) USSG voorgeschreven dat een onderneming:

- (1) voldoende zorg (*due diligence*) zal betrachten om strafbaar gedrag te voorkomen en op te sporen; en
- (2) overigens een ondernemingscultuur zal bevorderen dat ethisch gedrag en commitment om te voldoen aan wet- en regelgeving aanmoedigt. Onder (b) wordt voorgeschreven dat daarvan sprake is indien:
 - (a) de onderneming richtlijnen en procedures heeft opgesteld die er redelijkerwijs aan kunnen bijdragen dat de kans op strafbaar gedrag wordt verkleind; en
 - (b) het hoogste orgaan in de vennootschap (in principe de *board of directors*):
 - (1) bekend is met de inhoud en werking van het programma en op een redelijke manier toezicht houdt met betrekking tot de implementatie en effectiviteit daarvan;
 - (2) ervoor zal zorgen dat de organisatie een effectief *compliance and ethics program* heeft.

Dat programma moet op een redelijke manier worden ontwikkeld, geïmplementeerd en nageleefd, zodat het programma in het algemeen effectief is. Er wordt uitdrukkelijk vermeld dat een verzuim om de in het geding zijnde overtreding te voorkomen en op te sporen niet noodzakelijkerwijs tot gevolg heeft dat het programma in het algemeen niet effectief is.

Interessant zijn ook de bepalingen in de USSG over delegatie op dit gebied. Section §8B2.1(b)(2)(C) USSG bepaalt dat aan specifieke personen binnen de onderneming de dagelijkse operationele verantwoordelijkheid voor het programma zal worden gedelegeerd. Zij zullen periodiek rapporteren aan hoger personeel en (het relevante *committee* binnen) de *board of*

⁹¹ United States Sentencing Commission, Guidelines Manual. Zie www.ussc.gov/2008guid/GL2008.pdf.

directors. Aan deze personen moet periodiek en op praktische wijze de toepasselijke richtlijnen en procedures van het programma worden medege-deeld.

De onderneming moet redelijke maatregelen nemen om:⁹²

- (a) te verzekeren dat het programma wordt toegepast;
- (b) periodiek de effectiviteit van het programma te evalueren;⁹³
- (c) een klokkenluidersregeling te hebben en het bestaan ervan bekend te maken.

Er wordt voorgeschreven dat het programma moet voorzien in adequate prikkels om daaraan te voldoen en adequate sancties op strafbaar gedrag en het nalaten om redelijke maatregelen om strafbaar gedrag te voorkomen en op te sporen.⁹⁴

Na het opsporen van strafbaar gedrag moet de onderneming redelijke stappen zetten om daar adequaat op te reageren en verder strafbaar gedrag te voorkomen, daaronder begrepen aanpassing van het programma.

3.5.2 ENGELAND

In de Engelse Companies Act (2006) zijn de algemene verplichtingen van *directors* opgenomen. Daaronder bevinden zich echter geen specifieke bepalingen over risicobeheersing. De UK Combined Code⁹⁵ bevat wel bepalingen op het gebied van interne controle en risicobeheersing. In Supporting Principle A.1 is opgenomen dat het de rol is van de *board* om te zorgen voor ‘*entrepreneurial leadership of the company within a framework of prudent and effective controls which enables risk to be assessed and managed.*’ Voorts hoort het onder meer tot de taak van de *board* om de strategische doelen van de vennootschap te bepalen en ervoor te zorgen dat de noodzakelijke middelen aanwezig zijn opdat de vennootschap haar doelen kan bereiken.⁹⁶ De *board* – en *non-executive directors* in het bijzonder – heeft als taak de resultaten van het management te beoordelen.

Main Principle C.2 bepaalt: ‘*The board should maintain a sound system of internal control to safeguard shareholders’ investment and the company’s*

⁹² Section §8B2.1(b)(5) USSG.

⁹³ Zie ook Section §8B2.1(c) USSG.

⁹⁴ Section §8B2.1(b)(6) USSG.

⁹⁵ In juli 2009 verscheen er een (tweede) consultatiedocument over de effectiviteit van de Combined Code. Zie FRC 2009a.

⁹⁶ In de (tweede) consultatieronde over de effectiviteit van de Combined Code is opgeworpen of de verantwoordelijkheid van de *board* voor strategische risico’s en het bepalen van de *risk appetite* in de Combined Code geëxpliciteerd zou moeten worden. Zie FRC 2009a, p. 19.

assets.⁹⁷ Aangenomen wordt dat een dergelijke verplichting onderdeel uitmaakt van de algemene *duty of care, skill and diligence*,⁹⁸ als vastgelegd in Section 178(1) van de Companies Act 2006.⁹⁹ De Combined Code voorziet overigens niet in een specificering van wat wordt verstaan onder een *sound system of internal control* en de effectiviteit daarvan. De Turnbull guidance geeft de *best practice* weer ten aanzien van interne controle voor Engelse beursgenoteerde bedrijven, biedt assistentie bij de toepassing van Section C.2 van de Combined Code en vermeldt welke informatie opgenomen zou kunnen worden in de *corporate governance* verklaring over interne controle.¹⁰⁰ De US Securities and Exchange Commission ('SEC') heeft de Turnbull guidance ook aangewezen als geschikt raamwerk ter voldoening aan de Amerikaanse rapportageverplichtingen aangaande interne controle over financiële rapportage als bedoeld in Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act 2002 en aanverwante SEC-regelgeving.

Als Supporting Principle C.2.1 van de Combined Code is opgenomen dat de *board* ten minste eenmaal per jaar een *review* moet uitvoeren naar de effectiviteit van het interne controlesysteem van de groep en aan de aandeelhouders moet rapporteren dat dit heeft plaatsgevonden. Deze review moet betrekking hebben op alle materiële controlesystemen, daaronder begrepen operationele, compliance controlesystemen en (financiële en niet-financiële) risicobeheersingssystemen. De verklaring over de effectiviteit van deze systemen moet worden opgenomen in het *annual report*.¹⁰¹

De Combined Code bepaalt ten aanzien van *non-executive directors*: '*They should satisfy themselves on the integrity of financial information and that financial controls and systems of risk management are robust and defensible*.'¹⁰² In Section C.3 zijn nog specifieke bepalingen opgenomen voor de auditcommissie. Volgens Main Principle C.3 moet de *board* formele en transparante arrangementen opzetten voor onder meer de beoordeling hoe de financiële rapportage en interne controle principes zullen worden toegepast. Daartoe bepaalt Supporting Principle C.3.2 dat de belangrijkste

⁹⁷ In Engelse literatuur wordt wel aangenomen dat rechters de bepalingen in de Combined Code in acht zullen nemen, waar het gaat om vennootschappen waarop de Combined Code van toepassing is. Zie Keay 2009, p. 205, onder verwijzing naar Davies 2003.

⁹⁸ Section 178(1) Companies Act 2006 bepaalt: '*A director of a company must exercise reasonable care, skill and diligence*.'

⁹⁹ Vgl. Keay 2009, p. 190-195.

¹⁰⁰ The Financial Report Council 2005.

¹⁰¹ Zie Combined Code 2008, Schedule C: Disclosure of Corporate Governance Arrangements, p. 28.

¹⁰² Zie Combined Code 2008, Supporting Principle A.1.

rol en verantwoordelijkheden van de auditcommissie moeten worden neergelegd in schriftelijke *terms of reference* en in ieder geval moet omvatten:

i) *‘to review the company’s internal financial controls and, unless expressly addressed by a separate board Risk Committee composed of independent directors, or by the board itself, to review the company’s internal control and risk management systems’*;

en 2) *‘to monitor and review the effectiveness of the company’s internal audit function’*.

Section 7.1 van de FSA Disclosure and Transparency Rules (‘DTR’),¹⁰³ die betrekking heeft op auditcommissies of organen met soortgelijke functies, bepaalt in Section 7.1.3 R dat een vennootschap ervoor moet zorgen dat het relevante orgaan ten minste verantwoordelijk is voor het volgende: *‘(1) monitor the financial reporting process; (2) monitor the effectiveness of the issuer’s internal control, internal audit where applicable, and risk management systems; (3) monitor the statutory audit of the annual and consolidated accounts’*.

DTR 7.2.5 R schrijft voor dat de *corporate governance* verklaring een beschrijving van de belangrijkste kenmerken van de systemen van interne controle en risicobeheersing ten aanzien van het financiële rapportageproces moet bevatten.¹⁰⁴

3.6 Tot slot

De Nederlandse wet- en regelgeving bevat een algemeen raamwerk, dat in grote lijnen de verplichtingen uiteenzet ten aanzien van risicobeheersing en externe mededelingen over risico’s en risicobeheersing. Het bevat geen concrete richtlijnen voor bestuurders en commissarissen hoe zij hun risicobeheersingstaken behoorlijk dienen te vervullen. Voor rechters volgen daar evenmin duidelijke richtlijnen uit waaraan zij veel houvast zullen hebben indien zij over die taakvervulling moeten oordelen. Een duidelijk voorbeeld is de ‘in control’-verklaring in de Nederlandse Corporate Governance Code. Weliswaar wordt voorgeschreven dat deze moet worden afgegeven, maar er zijn geen duidelijke criteria volgens welke bepaald moet worden of een onderneming ‘in control’ is.

¹⁰³ Zie ‘Listing, Prospectus and Disclosure section’ van het *FSA Handbook*.

¹⁰⁴ DTR 7.2.10 R bepaalt bovendien dat het *group directors’* verslag in de zin van Section 415(2) van de Companies Act 2006 een beschrijving moet bevatten van de belangrijkste kenmerken van de systemen voor interne controle en risicobeheersing ten aanzien van het opstellen van de geconsolideerde jaarrekening.

Dat is overigens weinig anders in de Verenigde Staten en Engeland. Hoewel de Amerikaanse en Engelse systemen anders omgaan met het reguleren van risicobeheersing (*rule based* versus *principle based*), komen beide systemen in de kern op hetzelfde neer: er moeten risicobeheersingssystemen zijn binnen beursgenoteerde vennootschappen, maar wanneer die systemen adequaat zijn, is niet uit de wet- en regelgeving op te maken.

Ondernemingen geven daar invulling aan door te kiezen voor een bepaald normenkader of raamwerk. Veel toegepast zijn het COSO-raamwerk en de Turnbull Guidance. Maar ook de in die raamwerken beschreven concepten zijn behoorlijk globaal. In zijn rapport aan de OECD gaf Anderson als aanbeveling: *‘There is a clear and urgent need for better guidance for directors on implementing and assessing risk management and assurance frameworks in large corporations. This guidance needs to be provided as an international framework that works across boundaries.’*¹⁰⁵

‘*Emerging best practices*’ proberen daar meer richting aan te geven, opdat in de toekomst risicobeheersing beter zal functioneren. De juridische status van dergelijke *emerging best practices* is nog niet uitgekristalliseerd en grote terughoudendheid bij de toepassing van dergelijke principes op zaken die in het verleden speelden is geboden.

In de praktijk zijn de meest concrete regels op het gebied van risicobeheersing de interne regels en criteria die binnen individuele ondernemingen worden opgesteld. Interne regels vastgelegd in statuten of anderszins, die zich richten tot bestuurders en commissarissen, vormen een relevante omstandigheid bij de beoordeling of er sprake is van behoorlijke taakvervulling of wanbeleid.

4. Verschillende kernonderdelen van risicobeheersing in de praktijk en verantwoordelijkheden

Als er sprake is geweest van een belangrijk falen op het gebied van risicobeleid en risicomanagement waarvoor bestuurders worden aangesproken, is het naar mijn mening van belang om eerst nauwkeurig feitelijk vast te stellen op welk onderdeel van het risicobeleid en risicomanagement dat falen zou zien. Dat is onder meer van belang om te kunnen vaststellen om wat voor soort risicobeheersingsfout het gaat (zie hoofdstuk 5) en of het om een verantwoordelijkheid gaat die het hele bestuur en de raad van commissarissen betreft, een aantal functionarissen, of wellicht slechts een individuele functionaris (zie hoofdstuk 9). Die vaststelling kan ook navenante gevolgen hebben voor de aansprakelijkheid van de betrokkenen.

¹⁰⁵ Anderson 2009, p. 15.

Hierna zal worden ingegaan op verschillende belangrijke onderdelen van risicobeleid en risicomanagement, zonder uitputtend te zijn. Het gaat mij met name om die onderdelen die het meest relevant zullen zijn in aansprakelijkheidskwesties. Daarbij zal per onderdeel worden behandeld tot wiens verantwoordelijkheid dat hoort. Belangrijkste aanknopingspunt daarvoor is de Nederlandse Corporate Governance Code, die een aantal principes en *best practice* bepalingen bevat die een verantwoordelijkheidsverdeling inhouden op het gebied van risicomanagement. Ook de Code Banken bevat principes over de rolverdeling bij banken tussen bestuur, raad van commissarissen en de externe accountant op dat punt. Iedere bank dient elk jaar in haar jaarverslag te vermelden op welke wijze zij de principes van de Code Banken in het voorafgaande jaar heeft toegepast en dient, indien van toepassing, gemotiveerd uiteen te zetten waarom een principe eventueel niet (volledig) is toegepast.¹⁰⁶

Het valt op dat de Code Banken het klassieke Nederlandse *two tier* bestuursmodel als uitgangspunt heeft genomen, in welk model de raad van commissarissen de taak heeft toezicht uit te oefenen op de strategische beleidsvoering, waar de Code Banken ook risicomanagement onderschaart.¹⁰⁷ De Code Banken bevat geen principes die specifiek zijn toegesneden op een *one tier board* model.

4.1 *Het opzetten van het risicobeheersingssysteem*

Er zijn verschillende manieren waarop een risicobeheersingssysteem kan worden opgezet. Om een idee te geven uit welke onderdelen zo'n systeem kan bestaan, zullen hierna de acht¹⁰⁸ onderdelen worden beschreven waaruit een Enterprise Risk Management systeem volgens het COSO-raamwerk dient te bestaan.¹⁰⁹ Volgens het COSO-raamwerk vormen die onderdelen tevens criteria voor een effectief Enterprise Risk Management systeem.¹¹⁰ Deze onderdelen zijn:¹¹¹

- (1) Interne omgeving (*'Internal Environment'*) – het bepalen van een risico-filosofie en de *risk appetite* als basis voor de wijze waarop risico en controle worden gezien en geadresseerd door de in de onderneming werkzame personen;

¹⁰⁶ Code Banken, p. 3, 5.

¹⁰⁷ Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 12.

¹⁰⁸ NIVRA 2007, p. 12-13 onderscheidt vijf componenten.

¹⁰⁹ Zoals hiervoor in par. 4.1 aangegeven, kunnen bedrijven ook op andere manieren een risicobeheersingssysteem opzetten.

¹¹⁰ COSO 2004, p. 5-6, 22.

¹¹¹ Zie over het COSO-raamwerk onder meer Bier 2005, p. 540-541.

- (2) Het stellen van doelen (*'Objective Setting'*) – het opstellen van een geschikte procedure tot het stellen van doelen die de missie van de onderneming ondersteunen, daarmee in lijn zijn en consistent zijn met de bepaalde *risk appetite*;
- (3) Het identificeren van risicogebeurtenissen (*'Event Identification'*) – het identificeren van potentiële gebeurtenissen afkomstig van binnen of buiten de onderneming die het bereiken van de gestelde doelen kunnen beïnvloeden;
- (4) Risicoanalyse (*'Risk Assessment'*) – het analyseren van de waarschijnlijkheid en gevolgen van geïdentificeerde risico's om een basis te vormen voor de wijze waarop deze zullen worden beheerst;
- (5) Risicoreacties (*'Risk Response'*) – het identificeren en evalueren van mogelijke reacties op zich voordoende risico's, waarbij een keuze wordt gemaakt – in lijn met de risicotolerantie en *risk appetite* van de onderneming – tussen: het vermijden van het risico, het reduceren van de waarschijnlijkheid en/of effecten van het risico, het delen van risico's met anderen (door bijvoorbeeld verzekeren of hedgen) en het accepteren van het risico door terzake geen actie te nemen die de waarschijnlijkheid of effecten van het risico verminderen;¹¹²
- (6) Controleactiviteiten (*'Control Activities'*) – richtlijnen en procedures worden opgesteld en uitgevoerd om te verzekeren dat de gekozen reactie op risico's effectief wordt uitgevoerd;
- (7) Informatie en Communicatie (*'Information and Communication'*) – het identificeren, vastleggen en communiceren van relevante informatie op een manier en snelheid die mensen in staat stelt hun taken uit te voeren;
- (8) Monitoren (*'Monitoring'*) – het monitoren en desgewenst aanpassen van het gehele Enterprise Risk Management systeem.

Bij een effectief Enterprise Risk Management is er geen sprake van een *material weakness* en risico moet zijn gebracht binnen de *risk appetite* van de onderneming.¹¹³

Verantwoordelijkheid opzetten risicobeheersingssysteem

Uit art. 2:141 lid 2 BW is af te leiden dat het bestuur verantwoordelijk is voor het risicobeheersings- en controlesysteem van de vennootschap. Uit de wet volgt niet hoe deze systemen moeten worden ingericht en welke concrete taken daaruit terzake voor het bestuur voortvloeien.¹¹⁴ De Nederlandse

¹¹² Zie ook Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 88.

¹¹³ COSO 2004, p. 7, 24.

¹¹⁴ Zie ook Bon 2006, p. 205-206.

Corporate Governance Code omschrijft de verantwoordelijkheden van het bestuur en de raad van commissarissen ter zake van het opzetten van risico-beheersingssystemen als volgt. Het bestuur is verantwoordelijk voor onder meer de naleving van alle relevante wet- en regelgeving en het beheersen van de risico's verbonden aan de ondernemingsactiviteiten.¹¹⁵ Er dient een op de vennootschap toegesneden intern risicobeheersings- en controlesysteem aanwezig te zijn.¹¹⁶ Nu dit voorschrift is opgenomen in het hoofdstuk over 'Bestuur' onder 'taak en werkwijze', valt af te leiden dat het bestuur primair verantwoordelijk is om ervoor te zorgen dat er adequate risicobeheersingssystemen aanwezig zijn binnen de onderneming.¹¹⁷ In de markt gaan stemmen op dat de Chief Executive Officer ('CEO') een bijzondere verantwoordelijkheid heeft als het om risicobeheersing gaat.¹¹⁸ Voor compliance risico's is dat in de praktijk vaak al het geval, voor zover compliance ziet op kwalitatieve risico's en integriteitsbewaking.

Het bestuur dient de interne risicobeheersings- en controlesystemen met de raad van commissarissen (en de auditcommissie) te bespreken.¹¹⁹ De raad van commissarissen – of voor zover ingesteld de auditcommissie – richt zich (onder meer) op het toezicht op het bestuur ten aanzien van de werking van deze systemen.¹²⁰ De raad van commissarissen dient in ieder geval eenmaal per jaar de uitkomsten van de beoordeling door het bestuur van de opzet en de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen, alsmede eventuele significante wijzigingen hierin te bespreken.¹²¹ Het houden van deze bespreking(en) dient vermeld te worden in het verslag van de raad van commissarissen.

4.2 *Bepalen van risk appetite en doelstellingen*

Een vraag die eerst moet worden beantwoord indien een risicomanagement-systeem wordt opgetuigd, is wat voor een *risk appetite* en risicoprofiel wenselijk zijn voor de ondernemingsactiviteiten.¹²² Het COSO-raamwerk definieert *risk appetite* als volgt:

¹¹⁵ Principe II.1 Nederlandse Corporate Governance Code.

¹¹⁶ *Best practice* bepaling II.1.3 Nederlandse Corporate Governance Code.

¹¹⁷ OECD 2009a, p. 10.

¹¹⁸ IFF 2008, p. 9 en Principe I.ii, principe 4.1 Code Banken en Adviescommissie Toekomst Banken 2009 1.18.

¹¹⁹ Principe II.1 Nederlandse Corporate Governance Code.

¹²⁰ Zie principe III.5 en *best practice* bepaling III.5.4 onder a Nederlandse Corporate Governance Code. Zie ook Principe I.ii van het IFF 2008.

¹²¹ *Best practice* bepaling II.1.8.

¹²² Zie hierover ook Louwman/Steens 1994, p. 27-30.

*‘The amount of risk, on a broad level, an entity is willing to accept in pursuit of value. It reflects the entity’s risk management philosophy, and, in turn, influences the entity’s culture and operating style. [...]’*¹²³

In de Code Banken wordt met *risk appetite* (ofwel risicobereidheid)¹²⁴ ‘de mate van redelijkerwijs voorzienbaar risico bedoeld die de bank gezien haar voorgenomen activiteiten bereid is te accepteren bij het nastreven van haar doelstellingen.’

Bij de vaststelling daarvan dient rekening te worden gehouden met de strategie, de doelstellingen, de concurrentiepositie en het karakter van de onderneming, en dienen alle relevante risico’s in ogenschouw te worden genomen.¹²⁵

Het bepalen van de *risk appetite* van een onderneming is niet eenvoudig. Een duidelijke *risk appetite* bevat zowel kwantitatieve als kwalitatieve elementen.¹²⁶ De kwalitatieve elementen kunnen het bestuur en de raad van commissarissen houvast bieden bij het beoordelen van het actuele risiconiveau van de onderneming in vergelijking met de geaccepteerde *risk appetite*. Manieren om een *risk appetite* kwalitatief uit te drukken zijn categorieën als hoog, laag, gemiddeld, of meer beschrijvend. Een bedrijf dat voedingsmiddelen levert, zal in het algemeen een lage *risk appetite* hebben op het gebied van voedselveiligheid. Een hedgefonds dat zich alleen richt op professionele beleggers met een agressieve beleggingsstrategie heeft een hogere *risk appetite* dan een pensioenfonds of een farmaceutisch bedrijf.¹²⁷ Andere manieren om de *risk appetite* kwalitatief uit te drukken zijn bijvoorbeeld in wat voor een soort markten of activiteiten een onderneming actief wil zijn, of welke klanten het wil bedienen. Hoewel dergelijke kwalitatieve *risk appetites* niet kwantitatief meetbaar zijn, kunnen ze wel verifieerbaar zijn.

Specifiekere kwantitatieve manieren om de *risk appetite* weer te geven zijn bijvoorbeeld het risico op verlies dat een onderneming gedurende een bepaalde tijdsperiode bereid is te accepteren of bepaalde ratio’s in verhouding tot de beurskoers van het aandeel of de solvabiliteit.¹²⁸ In een onderneming waar veiligheidsrisico’s spelen kan de *risk appetite* ook worden geformuleerd in termen van aantallen ongevallen. Een *risk appetite* kan ook gericht zijn op externe reputatie.¹²⁹

¹²³ COSO 2004, p. 19, 28.

¹²⁴ Code Banken, p. 3.

¹²⁵ Zie Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 17 en Recommendation I.10 IFF 2008.

¹²⁶ Recommendation I.11 IFF 2008.

¹²⁷ AON 2009, p. 18, constateerde een toename van de bereidheid van organisaties om risico’s te nemen.

¹²⁸ Zie IFF 2008, p. 32.

¹²⁹ Reputatieverlies kan enorme financiële schade opleveren. Zie o.a. Loader 2002, p. 11.

Belangrijk is om te onderkennen dat er in een onderneming ten aanzien van verschillende risico's, variërend naar verschillende activiteiten, onderscheidende *risk appetites* en risicotoleranties kunnen bestaan, waarvoor ook verschillende risicobeheersingsaanpakken aangewezen kunnen zijn.¹³⁰ Zo zal de buitendienst van een onderneming een hogere *risk appetite* kunnen hebben dan de compliance afdeling. Zelfs binnen een bepaalde afdeling kunnen verschillende risicoprofielen gelden voor verschillende producten. Dit maakt het lastig om één alomvattende *risk appetite* voor een onderneming te formuleren.¹³¹

De *risk appetite* speelt een rol bij het evalueren van strategie-alternatieven, het stellen van doelen in overeenstemming met de gekozen strategie,¹³² de verdeling van schaarse middelen binnen de onderneming en in het ontwikkelen van mechanismen om de daarmee gepaard gaande risico's te beheersen.¹³³

Het begrip 'risicotolerantie' heeft betrekking op de doelstellingen van de onderneming. Het is: '*the acceptable level of variation relative to achievement of a specific objective, and often is best measured in the same units as those used to measure the related objective.*'¹³⁴

De *risk appetite* en risicotolerantie zijn de basis voor de wijze waarop risico en de beheersing daarvan binnen de onderneming wordt benaderd.

Verantwoordelijkheid keuze risk appetite en risicoprofiel

Algemeen wordt aangenomen dat de keuze voor de *risk appetite* en het risicoprofiel een strategiekeuze behelst, die onderdeel uitmaakt van het algemene beleid.^{135, 136} Uit de Nederlandse Corporate Governance Code is af te leiden dat onder de bestuurstaak valt de realisatie van de doelstellingen van de vennootschap, de strategie en de resultatenontwikkeling.¹³⁷ Risicobeheersing zou zowel onderdeel van die strategie moeten zijn, als een randvoorwaarde daarvoor.

In de gewijzigde Nederlandse Corporate Governance Code, die van toepassing is vanaf het boekjaar beginnend op of na 1 januari 2009, is daaraan toegevoegd dat daaronder ook valt het risicoprofiel dat bij de strategie hoort.

¹³⁰ Anderson 2009, p. 32-33, Adams/Thompson 2002, p. 29.

¹³¹ Zie ook Loader 2002, p. viii-ix.

¹³² Recommendation I.12 IFF 2008.

¹³³ COSO 2004, p. 14, 18-20, Hubbard 2009, p. 243.

¹³⁴ COSO 2004, p. 20, 40.

¹³⁵ COSO 2004, p. 19. Vgl. nota van toelichting bij Bpr, p. 76, waar aangegeven wordt dat de doelstellingen en de strategie van de onderneming bepalend zijn voor het risicoprofiel van de onderneming.

¹³⁶ In dit opzicht is het opmerkelijk dat uit onderzoek is gebleken dat slechts een kleine meerderheid van Amerikaanse ondernemingen goedkeuring van de *board* vraagt voor de overkoepelende risicotolerantie van de onderneming. Zie GovernanceMetrics 2009, p. 5.

Dat viel overigens reeds af te leiden uit de in het Nalevingsrapport 2007 van de Monitoring Commissie Corporate Governance opgenomen aanbevelingen over deze bepaling, die ingingen op de beschrijving van het risicoprofiel.¹³⁸ In zoverre kan gezegd worden dat het risicoprofiel reeds voor het van kracht worden van de herziene Nederlandse Corporate Governance Code *best practice* onderdeel van de strategie behoorde uit te maken.¹³⁹

Het bestuur moet de operationele en financiële doestellingen van de vennootschap en de strategie die tot de realisatie van die doelstellingen moet leiden en de randvoorwaarden die bij de strategie – waaronder derhalve het risicoprofiel – worden gehanteerd, ter goedkeuring voorleggen aan de raad van commissarissen.¹⁴⁰ De raad van commissarissen dient in ieder geval eenmaal per jaar de strategie en de voornaamste risico's verbonden aan de onderneming te bespreken.¹⁴¹ In Principe 4.1 Code Banken is opgenomen dat de risicobereidheid van een bank ten minste jaarlijks ter goedkeuring aan de raad van commissarissen dient te worden voorgelegd. Dit dient ook te geschieden bij tussentijdse materiële wijzigingen.

Als algemene overweging was in het rapport van de Commissie Maas opgenomen dat een gezonde risicocultuur weer deel moet gaan uitmaken van de integrale bedrijfsvoering van banken en dat het daarom noodzakelijk is dat verantwoordelijkheden van de raad van commissarissen worden aangescherpt.¹⁴² Hoewel het belangrijk is om de raad van commissarissen vol-

¹³⁷ Principe II.1 van de Nederlandse Corporate Governance Code. Volgens principe 4.1 van de Code Banken is de raad van bestuur, en binnen de raad van bestuur primair de voorzitter van de raad van bestuur, verantwoordelijk voor het vaststellen, uitvoeren, monitoren en waar nodig bijstellen van het algehele risicobeleid van de bank.

¹³⁸ De Monitoring Commissie Corporate Governance heeft in het consultatiedocument over de aanpassing van de Code aangegeven het niet nodig te achten die aanbevelingen integraal in de Nederlandse Corporate Governance Code op te nemen, maar dat deze niettemin van belang zullen blijven voor de invulling van de Code. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code, juni 2008, p. 48.

¹³⁹ NIVRA 2008, p. 44 constateerde echter dat het begrip '*risk appetite*' nog wel verder ingeburgerd dient te raken in de Nederlandse verslaggevingspraktijk, nu in 2007 slechts 15% van de onderzochte ondernemingen daar een indicatie van gaf in haar risicoparagraaf.

¹⁴⁰ *Best practice* bepaling II.1.2 Nederlandse Corporate Governance Code. In dezelfde zin: Aanbeveling 1.24 Adviescommissie Toekomst Banken 2009 en Principe I.ii van het IFF 2008, dat bepaalt dat het bestuur – senior management – en de raad van commissarissen – in het rapport aangeduid als *board* – ervoor moeten zorgen dat de onderneming de juiste risicofocus heeft, daaronder begrepen een duidelijke definitie van de *risk appetite* en het constant monitoren van het risicoprofiel in verhouding tot de *risk appetite*. Recommendation I.9 van het IFF 2008 geeft aan dat de raad van commissarissen periodiek de door het bestuur voorgestelde *risk appetite* moet beoordelen.

¹⁴¹ *Best practice* bepaling III.1.8 Nederlandse Corporate Governance Code.

¹⁴² Code Banken, p. 6. Zie ook Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 13.

doende tanden te geven, moet uiteraard niet uit het oog worden verloren dat de verantwoordelijkheid voor risico's en risicobeheersing primair bij het bestuur ligt.¹⁴³ Het bestuur heeft bovendien de beste en meest gedetailleerde en actuele kennis over de onderneming en haar activiteiten.

De Code Banken voorziet erin dat de raad van commissarissen bij de uitoefening van zijn toezichtrol wordt geadviseerd door een risicocommissie die hiertoe uit de raad van commissarissen wordt gevormd.¹⁴⁴ De risicocommissie neemt dus niet een deel van de werkzaamheden op dit gebied van het bestuur over. Achterliggende redenen om dergelijke risicocommissies in te stellen zijn de behoefte om een forum te hebben dat thuis is in behoorlijk gespecialiseerde discussies over risico's, de noodzaak om de auditcommissie te ontlasten en de wens om de focus van de commissarissen op lange termijn risico's te verscherpen.¹⁴⁵

Een ander punt is de externe communicatie door de vennootschap over risico's en haar risicobeleid. De aanbevelingen in het Nalevingsrapport 2007 van de Monitoring Commissie Corporate Governance vermelden dat de vennootschap in het jaarverslag dient te vermelden welke risico's zij bereid is te nemen om haar doelstelling te realiseren en deze zo mogelijk te kwantificeren, door middel van een gevoeligheidsanalyse.¹⁴⁶ Het doel daarvan is dat de lezer van het jaarverslag vervolgens kan bepalen of de risicohouding van de onderneming aansluit bij de risicohouding van de belanghebbende gebruiker van het jaarverslag. In het nalevingsrapport wordt vermeld dat bij de beschrijving van het risicoprofiel ten minste aandacht wordt besteed aan de volgende punten:

- (1) de voornaamste risico's gerelateerd aan de strategische doelstellingen van de onderneming, waarbij tevens wordt ingegaan op de *risk appetite*;
- (2) een beschrijving van de voornaamste strategische, operationele, financiële, wet- en regelgeving en financiële verslaggevingrisico's van de onderneming, waarbij in ieder geval de kwalitatieve impact van deze risico's wordt beschreven, eventueel aangevuld met een beschrijving van de wijze waarop de onderneming met deze risico's omgaat;

¹⁴³ In deze zin ook Oostwouder 2009, p. 13.

¹⁴⁴ Principe 4.2 Code Banken. Zie ook Aanbeveling 1.9, 1.25 en 1.26 Adviescommissie Toekomst Banken 2009. Zie ook Aanbeveling 1.9 Adviescommissie Toekomst Banken 2009. Ook Walker 2009, recommendation 23, stelde het instellen van een aparte risicocommissie voor.

¹⁴⁵ Lapido/Nestor 2009, p. 38.

¹⁴⁶ Nu aangenomen wordt dat het jaarverslag een bestuursdocument is, is af te leiden dat dit een verantwoordelijkheid van het bestuur is.

- (3) een gevoeligheidsanalyse van de geïdentificeerde risico's, indien deze analyse redelijkerwijs verwacht mag worden gelet op de *best practices* in de sector waarin de desbetreffende onderneming werkzaam is.

4.3 *Het ontwikkelen van effectieve rapportagestructuren*

Voorwaarde voor een effectieve risicobeheersing is dat de structuur van de onderneming en haar cultuur bewerkstelligen dat er een stroom van betrouwbare en relevante informatie is naar het bestuur en vervolgens de raad van commissarissen over de implementatie van de strategie en de daaraan verbonden risico's. Die rapportagestructuren maken onderdeel uit van het risicobeheersingssysteem.

Verantwoordelijkheid voor het ontwikkelen van effectieve rapportagestructuren

Uit de Nederlandse Corporate Governance Code is af te leiden dat het bestuur ervoor dient te zorgen dat er een systeem van rapportering is als instrument van het interne risicobeheersings- en controlesysteem.¹⁴⁷ Het bestuur moet erop toezien dat de structuur van de onderneming en haar cultuur bewerkstelligen dat er terzake een stroom van betrouwbare en relevante informatie is in de richting van het bestuur.¹⁴⁸

De Commissie Maas formuleerde de algemene overweging dat het aansturen van het risicobeleid expliciet en zichtbaar op het hoogste niveau binnen het bankconcern behoort plaats te vinden. Gesignaleerd wordt dat in de praktijk in het bestuur meer mensen zitten die een commerciële activiteit aansturen dan mensen die verantwoordelijk zijn voor de risicofunctie binnen de bank.

Vanuit de markt wordt signaleerd dat bij banken de organisationele risicobeheersingsstructuren moeten worden versterkt.¹⁴⁹ Er wordt wel aanbevolen dat een senior manager met de titel Chief Risk Officer ('CRO')¹⁵⁰ – de hoogste functionaris binnen de organisatie die verantwoordelijk is voor de risicofunctie – verantwoordelijkheden voor risicomanagement krijgt.¹⁵¹ Tot de verantwoordelijkheden van de CRO zou onder meer horen het verzekeren dat het feitelijk risicoprofiel van de onderneming in overeenstemming is met

¹⁴⁷ *Best practice* bepaling II.1.3 sub d) Nederlandse Corporate Governance Code.

¹⁴⁸ OECD 2009b, p. 40.

¹⁴⁹ IFF 2008, p. 9.

¹⁵⁰ OECD 2009b, p. 40 en OECD 2009a, p. 20 bevelen de benoeming van een CRO aan.

¹⁵¹ Zie onder meer Recommendation I.15 IFF 2008 en Recommendation 24 van Walker 2009.

de *risk appetite* en het ondersteunen van hoger management bij het identificeren van zich ontwikkelende risico's, en dergelijke.¹⁵²

De CRO zou een persoon moeten zijn met voldoende senioriteit, gezag en onafhankelijkheid ten opzichte van het lijnmanagement om een betekenisvolle invloed te hebben op te nemen besluiten.¹⁵³ Het IIF suggereert dat banken kunnen overwegen om de CRO direct te laten rapporteren aan de CEO en hem lid te maken van het management committee.¹⁵⁴

Een CRO kan echter minder effectief functioneren wanneer hij niet op gelijkwaardige voet staat met de bestuurders. Als hij ondergeschikt is aan het bestuur, kan hij buiten de besluitvorming worden gehouden of eenvoudig worden overruled. Bovendien kan hij in het uiterste geval indien hij risicokwesties aankaart die het bestuur onwelgevallig zijn, worden ontslagen. Dat maakt dat hij zijn werk op een afhankelijke manier uitvoert.

De Commissie Maas bepleitte dat de positie van de CRO stevig(er) moet worden verankerd¹⁵⁵ en dat deze in ieder geval deel moet uitmaken van het bestuur.¹⁵⁶ Door haar een zetel aan de bestuurstafel te geven, krijgt de risicofunctie een volwaardige positie in de onderneming. Of dat nodig is zal in het algemeen afhangen van de aard van de onderneming en haar activiteiten. De Code Banken stelt niet als uitgangspunt dat specifiek een CRO zitting moet hebben in het bestuur. De Code Banken bepaalt in principe 3.1.7 dat binnen het bestuur aan één van de leden de taak wordt opgedragen om de besluitvorming binnen de raad van bestuur op het punt van risicobeheer voor te bereiden. De betreffende bestuurder dient tijdig betrokken te zijn bij de voorbereiding van beslissingen die voor de bank van materiële betekenis voor het risicoprofiel zijn, in het bijzonder waar deze beslissingen een afwijking van de door de raad van commissarissen goedgekeurde risicobereidheid tot gevolg kunnen hebben. Volgens principe 3.1.8 van de Code Banken kan het bestuurslid met die verantwoordelijkheid zijn functie combineren met andere aandachtsgebieden, op voorwaarde dat hij geen individuele commerciële verantwoordelijkheid draagt voor, en onafhankelijk functioneert van commerciële taakgebieden.¹⁵⁷

¹⁵² IFF 2008, p. 10.

¹⁵³ IFF 2008, p. 9 en Principle I.iii, Recommendation I.16.

¹⁵⁴ Recommendation I.17 IFF 2008.

¹⁵⁵ OECD 2009a, p. 20.

¹⁵⁶ Principe 3.1.8 Code Banken. Zie ook Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 15 en aanbeveling 1.19. De Serië 2009b, p. 354 is hierover enthousiast.

¹⁵⁷ In deze zin ook Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 15. Oostwouder 2009, p. 16 heeft een vraagteken geplaatst bij de onafhankelijkheid van de CRO van het commerciële bankbedrijf indien deze lid is van de raad van bestuur. De Serië 2009b, p. 354 betwijfelt of de combinatie van de functies van CFO en CRO in één persoon gelukkig is.

Als er wordt gekozen voor een CRO in het bestuur heeft hij daar een bijzondere positie. Hij is de enige in het bestuur die geen business verantwoordelijkheid heeft. Hij heeft geen natuurlijke medestanders in het bestuur als het gaat om de risico/opbrengstafwegingen¹⁵⁸ die er gemaakt moeten worden.¹⁵⁹ Hij zal in principe degene zijn die bij onderwerpen die tot de business portefeuille van andere bestuursleden horen in het bijzonder het risico-aspect moet aansnijden. Andere bestuurders zullen een natuurlijke neiging hebben om te focussen op opbrengsten, in plaats van risico.

De in principe 4.1 van de Code Banken overgenomen aanbeveling van de Commissie Maas om de CEO een bijzondere verantwoordelijkheid te geven voor de *risk appetite* vind ik in dat verband wel een aardige.¹⁶⁰ Ik begrijp dat de bedoeling daarvan is dat door de CEO dit bijzondere aandachtsgebied toe te kennen, de CRO binnen het bestuur een duidelijke medestander op het gebied van risico krijgt in de discussies, zodat hij daarin niet meer alleen staat. In de Code Banken is er wel voor gekozen om in principe 3.1.6 de gedachte van collegiaal bestuur te expliciteren, te weten dat het gehele bestuur, met inachtneming van de door de raad van commissarissen goedgekeurde risicobereidheid, zorg draagt voor een evenwichtige afweging tussen commerciële belangen van de bank en te nemen risico's.

Het instellen van een risicocommissie kan er bovendien aan bijdragen dat de CRO kan 'escaleren' naar de commissarissen of *non-executives*, indien hij onvoldoende gehoor krijgt binnen het bestuur voor bepaalde risicoproblematiek. Een risicocommissie kan daarbij nuttig zijn. De voorzitter van de risicocommissie heeft zitting in de auditcommissie, terwijl de voorzitter van de auditcommissie zitting heeft in de risicocommissie.¹⁶¹ Het IIF-rapport stelt dat een aantal leden van een dergelijke risicocommissie personen zouden moeten zijn met hoogstaande financiële kennis over risicomanagement.¹⁶²

Overigens bestaat over het nut en de rol van risicocommissies nog wel discussie.¹⁶³ Voor risicocommissies wijzen sommigen – net als voor auditcommissies¹⁶⁴ – op het gevaar van een 'staat in een staat', waarbij er een

¹⁵⁸ Zie Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 11-14 die het conflict tussen opbrengst en risico beschrijft en aangeeft dat organisaties met een zwakke risicobeheersingsfunctie wel toelaten dat machtige personen in de business de potentiële opbrengsten van een activiteit overdrijven, terwijl ze de gepercepeerde potentiële risico's veronachtzamen.

¹⁵⁹ Zie ook Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 18-19.

¹⁶⁰ Zie aanbeveling 1.18 Adviescommissie Toekomst Banken 2009.

¹⁶¹ Principe 2.2.2 Code Banken. Zie ook Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 13-14.

¹⁶² Zie Recommendation 1.2 van IFF 2008.

¹⁶³ Lapido/Nestor 2009, p. 38 signaleert dat er geen correlatie was tussen het ontwijken van de crisis en het bestaan van een risicocommissie. Zie FRC 2009a, p. 20 en FRC 2009b, p. 8.

¹⁶⁴ Cools 2006, p. 123, 127.

zorg bestaat dat de risicocommissie te dominant wordt en een te grote informatievoorsprong heeft. In onderzoek is wel geconcludeerd dat de *board* of raad van commissarissen in zijn geheel zich moet bezighouden met de analyses en discussies zoals deze in risicocommissies plaatsvinden. Het gevaar bestaat dat er een ‘risicosilo’ ontstaat binnen de raad van commissarissen of het bestuur.¹⁶⁵

Voorstanders van dergelijke commissies stellen daarentegen dat het niveau van de discussies binnen die groep commissarissen of *non-executives* kan worden verhoogd en verdiept, wat uiteindelijk de kwaliteit van hun werk als geheel zal verhogen. Dat kan doordat functionarissen met specifieke kennis van en interesse voor deze materie in de risicocommissie zullen plaatsnemen.¹⁶⁶ Daarnaast zal het feit dat een bepaalde groep zich specifiek met deze materie bezighoudt, ertoe leiden dat er regelmatig onderwerpen worden behandeld en er meer (ondernemingsspecifieke) risicokennis bij de risicocommissie zal worden opgebouwd. Hierdoor zal de risicocommissie een meer uitdagender discussiepartner worden voor het bestuur en mogelijk ook een betere machtsbasis vormen voor de commissarissen of *non-executives* om informatie op te vragen – simpelweg omdat kennis macht is (een beter ingevoerde groep kan beter, gericht informatie opvragen en zaken ter discussie stellen) en omdat risico met het instellen van deze commissie als onderwerp een bijzondere status heeft gekregen. Het idee is dat door die uitdaging, het bestuur zich ook beter zal moeten verdiepen in de materie en zich beter moet voorbereiden op interactie met de commissarissen of *non-executives* – het houdt het bestuur scherp. De achterliggende gedachte is dat dit uiteindelijk moet leiden tot een verhoging van de totale kwaliteit van het risicobeleid van de onderneming.

Het bestuur en de raad van commissarissen zullen in ieder geval moeten aandringen op regelmatige en heldere rapportages van de bestuurder met risicobeheersing in zijn portefeuille respectievelijk de risicocommissie en dat er voldoende tijd en aandacht blijft bij het voltallige bestuur en de raad van commissarissen voor risicobeheeringsvraagstukken.¹⁶⁷ Het bestuur dient in ieder geval over onder meer de naleving van alle relevante wet- en regelgeving en het beheersen van de risico's verbonden aan de ondernemingsactiviteiten te rapporteren aan de raad van commissarissen.¹⁶⁸

¹⁶⁵ Lapido/Nestor 2009, p. 38-39. Vgl. ook FRC 2009b, p. 8.

¹⁶⁶ Vgl. ook Van Manen/Jansman 2007, p. 85.

¹⁶⁷ Vgl. Cools 2006, p. 127.

¹⁶⁸ Principe II.1 van de Nederlandse Corporate Governance Code.

Principe 5.4 van de Code Banken bepaalt dat tussen de interne auditfunctie, de externe accountant en de risico- of auditcommissie van de raad van commissarissen periodiek informatie-uitwisseling dient plaats te vinden. In het kader van deze informatie-uitwisseling is ook de risicoanalyse en het auditplan van de interne auditfunctie en van de externe accountant onderwerp van overleg.¹⁶⁹

4.4 *Risicoanalyse en beoordeling*

Risico maakt een integraal onderdeel uit van alle afzonderlijke in een onderneming gebundelde activiteiten. In zoverre wordt een belangrijk deel van de risico's gemanaged op een lager niveau binnen de onderneming. Op bestuursniveau gaat het er om dat daar een analyse en beoordeling van de geaggregeerde risico's plaatsvindt. Bij risicoanalyse speelt of de vennootschap na toepassing van de in het systeem beschikbare tools de risico's heeft geïdentificeerd en de waarschijnlijkheid dat deze zich zouden voordoen en of de vennootschap de effecten daarvan juist heeft geschat.

Belangrijk aandachtspunt daarbij in het licht van de recente gebeurtenissen is dat er zodanige tools worden gebruikt, dat de risico's waaraan de onderneming blootstaat kunnen worden geïdentificeerd en op juiste waarde worden geschat. In de praktijk zijn er verschillende manieren waarop risico's worden geschat. De meest eenvoudige methode is gebaseerd op intuïtie en ervaring van het management. Risicobeheersingsmodellen van managementconsultants zijn daar veelal op gebaseerd en verschaffen daarvoor een methodologisch raamwerk.¹⁷⁰ Daar staan kwantitatieve risicoanalysemethoden tegenover, zoals actuariële, wiskundige en bedrijfseconomische modellen.¹⁷¹ In de praktijk blijkt dat de intuïtieve en de kwantitatieve methoden ongeveer evenveel worden toegepast in het bedrijfsleven.¹⁷² Kredietbeoordelaar Fitch signaleerde dat in de bancaire sector gedurende het afgelopen jaar in toenemende mate niet alleen werd vertrouwd op kwantitatieve modellen, maar meer belang werd gehecht aan kwalitatieve methoden in aanvulling op die modellen.¹⁷³ Afhankelijk van het onderwerp, wordt ook

¹⁶⁹ Principe 5.5 Code Banken. Vgl. ook Aanbeveling 1.22 Adviescommissie Toekomst Banken 2009.

¹⁷⁰ Zie hierover Hubbard 2009, p. 56-57.

¹⁷¹ Zie hierover Hubbard 2009, p. 55-68.

¹⁷² AON 2009, p. 24.

¹⁷³ FitchRatings 2009, p. 2, 12, meldde dat in 2009 75% van de 26 onderzochte banken het gebruik van kwalitatieve methoden in aanvulling op kwantitatieve modellen heel belangrijk of doorslaggevend achtten, vergeleken met 40% in 2008.

wel extern advies ingewonnen.¹⁷⁴ Steeds meer werd het gevaar gezien dat het kwantificeren van risico's een schijnveiligheid kon opwekken, alsof er door kwantificering meer grip op de risico's werd gekregen.¹⁷⁵ Dit brengt het gevaar met zich dat bepaalde aspecten van risico's van het radarscherm vallen, die wel door gezond verstand, intuïtie en ervaring kunnen worden opgemerkt. In dat opzicht is risicoanalyse meer een 'art' dan een 'science', waar het ook aankomt op de 'gut feel' van personen met veel ervaring op het betreffende vakgebied.¹⁷⁶

Uiteindelijk is het van belang zich te realiseren dat zowel de gecompliceerde kwantitatieve modellen, als de meer basale intuïtieve modellen beide een manier zijn om risico's te schatten. Ook de kwantitatieve modellen geven niet meer dan een schatting van de verwachting en mogelijke effecten van de realisatie van een risico. De beperkingen van bepaalde modellen en ratio's zijn in de kredietcrisis pijnlijk aan het licht gekomen:

*'Even in the financial sector and other areas that use the most sophisticated, quantitative methods, there is a growing realization that certain types of systematic errors have undermined the validity of their analysis for years.'*¹⁷⁷

Nu risicoanalyse en beoordeling geen statische activiteiten zijn, maar een continu proces, dienen deze steeds te worden bijgesteld al naar gelang ontwikkelingen binnen en buiten de onderneming.

Verantwoordelijkheid risicoanalyse en beoordeling

Op bestuursniveau gaat het erom dat er een analyse en beoordeling van de geaggregeerde risico's plaatsvindt. Principe 4.4 van de Code Banken bepaalt dat het bestuur ervoor dient te zorgen dat het risicobeheer zodanig adequaat is ingericht dat het tijdig op de hoogte is van materiële risico's die de bank loopt opdat deze risico's beheerst kunnen worden. Beslissingen die van materiële betekenis zijn voor het risicoprofiel, de kapitaalallocatie of het liquiditeitsbeslag, worden genomen door de raad van bestuur.¹⁷⁸ Gezegd kan

¹⁷⁴ AON 2009, p. 24.

¹⁷⁵ Vgl. ook Douglas/Wildavsky 1982, p. 196 over het opwekken van een vals gevoel van veiligheid door pogingen om risico's te beheersen.

¹⁷⁶ Zie o.a. Loader 2002, p. xi, 12, Stulz 2008, p. 10. Vgl. ook Douglas/Wildavsky 1992, p. 72, 80, die erop wijzen dat zelfs bij geobjectiveerde procedures uiteindelijk schattingen gemaakt moeten worden, waarin persoonlijke *biases* een rol kunnen spelen. Vgl. ook Schwing/Albers 1980, p. 77: *'In fact neither perception nor calculation is more or less real; they are just different.'*

¹⁷⁷ Hubbard 2009, p. 4.

¹⁷⁸ Principe 4.5 Code Banken bevat nog een specifieke bepaling over het productgoedkeuringsproces.

worden dat dit een algemeen principe van behoorlijk bestuur is, dat ook voor andere ondernemingen dan banken geldt.

Als onderdeel van het risicobeheersingssysteem zal de raad van commissarissen daarop moeten toezien.¹⁷⁹ In toenemende mate worden risicoanalyses ook op het niveau van de raad van commissarissen besproken.¹⁸⁰ Gezegd wordt wel dat het toezicht op risico's binnen de raad van commissarissen 'involves much more judgement than computation.'¹⁸¹ Nestor wijst op 'the need for board members to exercise their judgement not just in light of the quantitative calculations but often despite these calculations.'¹⁸²

De Nederlandse Corporate Governance Code schrijft voor dat de vennootschap als instrumenten van het risicobeheersingssysteem in ieder geval risicoanalyses van de operationele en financiële doelstellingen van de vennootschap dient te hanteren.¹⁸³ Noch de wet, noch de Nederlandse Corporate Governance Code bevatten voorschriften ten aanzien van toe te passen methoden.

4.5 *Controleren of activiteiten onderneming voldoen aan risicoprofiel en gestelde doelen*

Het opstellen van een *risk appetite* met daarop gebaseerde subcriteria en richtlijnen heeft als doel tot richtlijn te dienen voor de activiteiten binnen de onderneming. Dat heeft alleen maar zin, indien de feitelijke activiteiten daaraan worden getoetst. Toetsing vindt plaats in systemen van monitoring en rapportering.

Verantwoordelijkheid controleren of activiteiten onderneming voldoen aan risicoprofiel en gestelde doelen

De Nederlandse Corporate Governance Code schrijft voor dat de vennootschap een systeem heeft van monitoring en rapportering.¹⁸⁴ De raad van commissarissen moet daarop – als onderdeel van het risicobeheersingssysteem – toezien.¹⁸⁵

¹⁷⁹ Zie principe III.5 en *best practice* bepaling III.5.4 onder a Nederlandse Corporate Governance Code. Zie ook Principle I.ii van het IFF 2008.

¹⁸⁰ AON 2009, p. 24.

¹⁸¹ Lapido/Nestor 2009, p. 47.

¹⁸² Lapido/Nestor 2009, p. 72.

¹⁸³ *Best practice* bepaling II.1.3 Nederlandse Corporate Governance Code.

¹⁸⁴ Aanbeveling II.1.3 Nederlandse Corporate Governance Code. Zie ook IIF Recommendation I.6: 'Firms should implement controls to ensure that the governance structure that has been adopted is actually implemented in managing day-to-day business', waaronder begrepen het verwerken van informatie en het scheiden van functies ter voorkoming van fouten of fraude.

¹⁸⁵ Zie principe III.5 en *best practice* bepaling III.5.4 onder a Nederlandse Corporate Governance Code. Zie ook Principle I.ii van het IFF 2008.

De Code Banken gaat nog bijzonder in op de rol van de raad van commissarissen op dit punt. Volgens principe 4.2 van de Code Banken dient de raad van commissarissen van een bank te beoordelen op strategisch niveau of kapitaalallocatie en liquiditeitsbeslag in algemene zin in overeenstemming zijn met de goedgekeurde risicobereidheid.¹⁸⁶

4.6 *Reactie op feitelijke verwezenlijking risico's*

Zodra zich risico's verwezenlijken zal de onderneming daarop moeten reageren. Onderdeel van risicobeheersing is de reactie op risico's gebaseerd op een geschikte beoordeling van risico's. De specifieke reacties op deze risico's maken in het COSO-raamwerk geen onderdeel uit van het Enterprise Risk Management. Enterprise Risk Management is weliswaar onderdeel van het besturen, maar niet iedere bestuurdaad is onderdeel van het Enterprise Risk Management. COSO maakt een onderscheid tussen het functioneren van het conceptuele risicobeheersingssysteem enerzijds, en de managementkeuzes die worden gemaakt uit een hele reeks van mogelijke opties anderzijds:

'In general, Enterprise Risk Management involves those elements of the management process that enable management to make informed risk-based decision, but the particular decisions selected from an array of appropriate choices do not determine whether Enterprise Risk Management is effective. However, while the specific objectives, risk responses, and control activities selected are a matter of management judgment, the choices must result in reducing risk to an acceptable level, as determined by risk appetite and reasonable assurance regarding achievement of entity objectives.'

Verantwoordelijkheid reactie op feitelijke verwezenlijking risico's

Indien een overtreding van interne procedures en richtlijnen in het risicobeheersingssysteem wordt geconstateerd, is het een belangrijke managementbeslissing welke sanctie daarop volgt. Indien het handelen door bestuurders betreft, dient de raad van commissarissen daarover te beslissen. De auditcommissie heeft daarbij een bijzondere rol:

*'The value of all control activities lies in their ability to probe into the secret places of operations. Only on rare occasions should management control be outwitted in its examination, and one of the basic functions of the Audit Committee is to ensure that wrong-doers receive no mercy.'*¹⁸⁷

¹⁸⁶ Vgl. ook Aanbeveling 1.26 Adviescommissie Toekomst Banken 2009.

¹⁸⁷ Chorafas 2006, p. 460.

Daarbij dient steeds een belangenafweging te worden gemaakt. Een belangrijk belang dat daarbij in ogenschouw moet worden genomen is het belang van de handhaving van het risicobeheersingssysteem en de *'tone at the top'*. Zie daarover par. 4.7. Indien overtreders niet worden gedisciplineerd, ontstaat het gevaar van normvervaging binnen de onderneming en kan er een ondernemingscultuur ontstaan van gedogen en afdekken. Dat is funest voor een effectieve risicobeheersing.

4.7 *Het gezag van de risicobeheersingsfunctie binnen de organisatie*

Van belang is dat de activiteiten in het kader van risicobeheersing binnen de onderneming en de functionarissen die zich daarmee bezighouden voldoende aanzien en macht hebben binnen de organisatie. Principle of Conduct I.i in het IFF-rapport luidt dan ook: *'A robust and pervasive risk culture throughout the firm is essential.'* Dat is een conditio sine qua non voor een goede uitvoering van het risicobeheersingsbeleid.

De risicocultuur wordt in belangrijke mate bepaald door de *'tone at the top'*. Het gaat er daarbij om dat bestuurders een voorbeeldfunctie hebben¹⁸⁸ ten aanzien van een *'cultuur van verantwoordelijkheid'*.¹⁸⁹ Als het bestuur duidelijk maakt dat risicobeheersing een belangrijke prioriteit heeft, dan zal dat worden gevolgd. Draagvlak dient gecreëerd te worden door het hoogste management.¹⁹⁰ Omgekeerd zal een sceptische houding bij het bestuur juist leiden tot het weinig serieus nemen van risicobeheersing. Opgetekend door een risicomanager in een spraakmakend artikel in *The Economist*: *'In their eyes, we were not earning money for the bank. Worse, we had the power to say no and therefore prevent business from being done. Traders saw us as obstructive and a hindrance to their ability to earn higher bonuses. [...] If a risk manager said no, he was immediately on a collision course with the business line. The risk thinking therefore leaned towards giving the benefit of the doubt to the risk-takers.'*¹⁹¹

In dat opzicht is in sommige organisaties een cultuuromslag nodig. Van belang daarbij kan ook zijn dat de risicofunctie los komt van de compliance afdeling van de onderneming. Deze laatste wordt immers veelal beschouwd als de *'politieagent'* van de onderneming, wat kan leiden tot een mindere

¹⁸⁸ Zie principe 3.2.3 Code Banken dat bepaalt dat iedere bankbestuurder een moreel-ethische verklaring dient te tekenen en De Cremer 2009, p. 7, die pleit voor invoering van een beroepseed voor managers.

¹⁸⁹ Klaver 2008, p. 57 hanteerde deze term.

¹⁹⁰ Zie hierover Cutler 2004 en Lee/Sarneel 2008, p. 155.

¹⁹¹ *The Economist* 2008.

bereidheid van mensen uit de business om risico's in openheid te bespreken. De gepercipieerde zwaarte van de risicomanagementsfunctie binnen de onderneming kan worden versterkt indien dit ook een belangrijke functie wordt in het licht van loopbaanontwikkeling.¹⁹²

Van belang is ten slotte dat de risicobeheersingsfunctie wordt geïncorporeerd in alle onderdelen van de organisatie, en niet alleen is beperkt tot bepaalde afgebakende gebieden.¹⁹³

Verantwoordelijkheid voor het gezag van de risicobeheersingsfunctie binnen de organisatie

Het bestuur is verantwoordelijk voor de *'tone at the top'*. Volgens de Code Banken heeft de CEO een bijzondere verantwoordelijkheid voor het risicobeleid binnen een bank, waaronder ook de risicocultuur valt.¹⁹⁴ Het COSO-raamwerk bepaalt ook dat de CEO verantwoordelijk is voor Enterprise Risk Management en *'should assume ownership.'*¹⁹⁵ De CEO bepaalt in de praktijk bij uitstek de *'tone at the top.'*¹⁹⁶

In de praktijk kan het belang van de risicobeheersingsfunctie ook worden onderstreept door de CRO direct te laten rapporteren aan de CEO, of de benoeming van de CRO in het executive committee of zelfs het bestuur.¹⁹⁷ Het voordeel van de benoeming van een CRO is dat er een persoon is die verantwoordelijkheid heeft voor de overall beoordeling van alle soorten van risico's binnen de onderneming.

De financiële kolom wordt geacht zich niet (voldoende) met de kwantificering van onzekere gebeurtenissen bezig te houden. Het laten samenvallen van de functie CFO en CRO kan ertoe leiden dat er te weinig acht wordt geslagen op niet-financiële risico's.¹⁹⁸ Daarbij is van belang dat de CRO het mandaat heeft om iedere situatie waarin sprake zou kunnen zijn van een belangrijke overtreding van de *risk appetite* richtlijnen onder de aandacht van lijn- en seniormanagement te brengen.¹⁹⁹

Daarnaast worden – zoals hiervoor in par. 4.3 uiteengezet – steeds vaker risicocommissies ingesteld, die verantwoordelijk zijn voor het toezicht op de risicobeheersing binnen de onderneming. Ook dit benadrukt het belang van risicobeheersing in de organisatie.

¹⁹² Zie Nestor 2009, p. 62, zie ook *The Economist* 2008.

¹⁹³ Zie ook Principe I.i, Recommendations I.3, I.4, I.5, I.7 IFF 2008.

¹⁹⁴ Principe 4.1 Code Banken. Zie ook Aanbeveling 1.18 Adviescommissie Toekomst Banken 2009.

¹⁹⁵ COSO 2004, p. 8, vgl. ook p. 84.

¹⁹⁶ COSO 2004, p. 84.

¹⁹⁷ Zie ook OECD 2009a, p. 20, Code Banken, p. 8 en Principe 3.1.8. Zie ook Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 15 en aanbeveling 1.19.

¹⁹⁸ Zie Hubbard 2009, p. 242-243.

¹⁹⁹ Zie OECD 2009a, p. 20.

4.8 *Uitvoering risicobeheersing door niet-bestuurders*

Onder het begrip ‘risicobeheersing’ valt een heel scala van activiteiten, die volgens de COSO-definitie worden uitgeoefend op verschillende niveaus van een groep: het is een proces ‘*across the enterprise*’ dat wordt uitgevoerd door ‘*an entity’s board of directors, management and other personnel*’. Bij risicobeheersing zijn dus niet alleen bestuurders of commissarissen betrokken: ‘*Everyone in an entity has some responsibility for Enterprise Risk Management*.’²⁰⁰ Te denken valt aan het lagere management dat ook de strategie en de risicobeheersingsfilosofie moet uitdragen en ervoor moet zorgen dat risico binnen hun verantwoordelijkheden wordt beheerst op een manier die consistent is met de bepaalde risicotolerantie. Lager personeel is verantwoordelijk voor de uitvoering van risicobeheersing in overeenstemming met de vastgestelde richtlijnen en protocollen.²⁰¹ Al die verantwoordelijkheden culminerend in de eindverantwoordelijkheid voor de risicobeheersing van het bestuur. Beeldend zou gezegd kunnen worden dat er sprake is van een *cascading responsibility*.²⁰² Dat komt ook tot uitdrukking in de rapportagesfeer, waar bij grote ondernemingen tientallen en soms honderden lagere managers een zogenaamde Letter of Representation tekenen, waarin ook wordt verklaard of de risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief functioneren.²⁰³

Hierna zal in par. 8.3.1 worden ingegaan op wat dit betekent voor de verantwoordelijkheid van het bestuur voor handelen van ondergeschikten.

5. **Risicobeheersingsfouten en aansprakelijkheid**

5.1 *Aansprakelijkheidsregels als middel voor risicoallocatie*

Aansprakelijkheidsregels zijn een instrument van de overheid om bepaalde risico’s te alloceren binnen de maatschappij.²⁰⁴ Bij aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor falend risicomanagement gaat het erom dat volgens de toepasselijke aansprakelijkheidsregels de overheid bepaalt dat in bepaalde situaties niet uitsluitend de vennootschap, aandeelhouders of crediteuren, maar juist (of: tevens) bestuurders en commissarissen de gevol-

²⁰⁰ COSO 2004, p. 83.

²⁰¹ COSO 2004, p. 8 en p. 18.

²⁰² COSO 2004, p. 85.

²⁰³ Zie ook Van Ginneken 2003, p. 70, Van Beurden 2004, p. 163-164, Cools 2006, p. 72, Strik 2007b, p. 332 en Mussche 2008, p. 790-791. Zie Ramos 2006, p. 5, die dit ‘*subcertification*’ noemt.

²⁰⁴ Zie ook Schwing/Albers 1980, p. 256-257, Jongejan 2008, p. 29, 32.

gen van het nemen of niet adequaat beheersen van risico's zullen moeten dragen.

Het Nederlandse wet- en regelgevingskader dat in par. 3.1 en 3.2 is beschreven, bevat specifieke voorschriften over risicobeheersing. In dit deel van het preadvies zullen daarnaast de aansprakelijkheidsregels neergelegd in art. 2:9, 2:139 en 6:162 BW worden behandeld. Duidelijk is dat deze regelingen veel open normen bevatten, die soms weinig houvast bieden in concrete situaties. Die normen moeten dus worden ingevuld door de ontwikkeling van *best practices* en jurisprudentie.

Als algemeen uitgangspunt geldt dat zowel de Nederlandse wetgever als de Hoge Raad²⁰⁵ te kennen hebben gegeven dat ondernemen ook risico nemen is en dat er ruimte moet zijn voor creativiteit, vernuft en durf, zonder dat daarvoor persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders of commissarissen ontstaat. Dit kan wel worden aangeduid als de risicofilosofie van de Nederlandse overheid ten aanzien van ondernemersrisico. De Nederlandse wetgever heeft herhaaldelijk geuit dat ondernemen geoorloofd risico lopen is:

*'Van bestuurders kan niet worden verwacht dat zij uitsluitend handelen in die situaties waarin de te nemen stap al op alle mogelijke manieren is onderzocht, doorgerekend, van accountantsverklaringen voorzien en in schema's gevat. Er moet ruimte blijven voor creativiteit, vernuft en durf. De samenleving is niet gediend met regelgeving die ondernemers stimuleert om telkens de voorkeur te geven aan risicomijdende beslissingen met weinig economisch voordeel.'*²⁰⁶

Een ongelukkige investering is op zichzelf nog geen onbehoorlijk bestuur.²⁰⁷ Er moet bescherming zijn voor bestuurders voor de risico's van verantwoord ondernemerschap.²⁰⁸ Beslissingen die behoren tot het ondernemen vallen niet onder (kennelijk) onbehoorlijk bestuur:²⁰⁹

'Evenmin kan aansprakelijkheid ontstaan louter en alleen doordat de bestuurder in zijn bedrijfsvoering bepaalde – in het licht van de omstandigheden van het moment bezien – redelijke besluiten heeft verricht, waarvan later blijkt dat zij op een onjuiste beoordeling van de situatie berustten en tot verlies hebben geleid, waardoor de betalingsmoeilijkheden zijn opgetreden. [...] Er zijn immers gedragingen die als fouten, onjuiste beslissingen, weinig doordachte handelingen kunnen worden gekarakteriseerd maar die

²⁰⁵ Zie o.a. HR 20 juni 2008, JOR 2008/260 (NOM/Willemsen).

²⁰⁶ Kamerstukken II 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 9.

²⁰⁷ Kamerstukken II 1983/84, 16 631, nr. 6, p. 34, Kamerstukken II 29 augustus 1985, 16 631, p. 6337.

²⁰⁸ Vgl. Kamerstukken II 1983/84, 16 631, nr. 6, p. 34, Kamerstukken II 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 10.

²⁰⁹ Kamerstukken II 29 augustus 1985, 16 631, p. 6337.

*niet als zodanig onbehoorlijk bestuur moeten worden aangemerkt, dat dit persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders met zich mee moet brengen.*²¹⁰

Deze risicofilosofie is nog recentelijk – na het intreden van de financiële crisis – bevestigd door Minister van Financiën Bos:²¹¹

‘Uiteraard is het nemen van risico’s een essentieel onderdeel van ondernemen. Verwezenlijking van bepaalde risico’s met alle nadelige gevolgen van dien bij de betreffende onderneming zullen ook in de toekomst een onderdeel blijven van de economische werkelijkheid.’

In het NOM/Willemsen-arrest overwoog de Hoge Raad over aansprakelijkheid van bestuurders jegens de vennootschap op grond van art. 2:9 BW:

*‘Door een hoge drempel te aanvaarden voor aansprakelijkheid van een bestuurder tegenover de door hem bestuurde vennootschap wordt mede het belang van die vennootschap en de daarmee verbonden onderneming gediend omdat daardoor wordt voorkomen dat bestuurders hun handelen in onwenselijke mate door defensieve overwegingen laten bepalen.’*²¹²

De Hoge Raad overwoog voorts dat die drempel ook geldt ten opzichte van aandeelhouders, die zelf verkozen hebben om betrokken te raken bij de vennootschap.

De achterliggende idee is dat door het nemen van risico’s, zoals de risico’s verbonden aan innovatie binnen een onderneming, de maatschappij als geheel daar baat bij heeft, dat het welvaartsniveau daardoor wordt verhoogd. Dat vennootschappen, aandeelhouders en crediteuren verliezen lijden ten gevolge van ondernemend gedrag van bestuurders wordt maatschappelijk gezien tot een bepaalde hoogte voor lief genomen.²¹³ Als bestuurders altijd aansprakelijk zouden zijn voor de kosten van een mislukte innovatie, zouden bestuurders waarschijnlijk zeer terughoudend worden op dat gebied. In dat licht is het niet in het belang van de samenleving om risicoavers te zijn en op dit punt vergaande aansprakelijkheidsregels op te leggen.²¹⁴ Kroeze wees in zijn oratie in dit verband op het gevaar van bange bestuurders.²¹⁵ Een bepaalde angst van bestuurders voor aansprakelijkheid is echter nuttig: *‘Commercial succes and freedom of litigation result in complacency.’*²¹⁶

²¹⁰ Kamerstukken II 1980/81, 16 530, nr. 3-4, p. 15, 17.

²¹¹ Brief van Minister van Financiën Bos aan de Tweede Kamer inzake Kabinetsreactie op de geactualiseerde Nederlandse *corporate governance* code d.d. 25 mei 2009, p. 11.

²¹² HR 20 juni 2008, JOR 2008/260 (NOM/Willemsen), r.o. 5.3.

²¹³ Vgl. Schwing/Albers 1980, p. 257.

²¹⁴ Vgl. Wildavsky 1985, p. 1-4 beschreef het verschijnsel dat als er in de maatschappij geen fouten worden getolereerd, er niets meer wordt geleerd, omdat mensen stoppen met het nemen van risico’s. Zie ook Douglas/Wildavsky 1982, p. 195.

²¹⁵ Kroeze 2006a.

²¹⁶ Beck 1999, p. 145.

Aansprakelijkheidsregels kunnen immers een zekere afschrikkende werking hebben opdat ongewenst gedrag van bestuurders en commissarissen wordt tegengegaan.

Daarbij dient ook rekening te worden gehouden met het feit dat het stellen van hoge eisen aan risicobeheersing zal leiden tot hogere kosten voor ondernemingen in verband met het opstellen en implementeren van procedures, de monitoring en handhaving daarvan.²¹⁷ Strikte gedragsnormen voor risicobeheersing kunnen de competitatieve slagkracht van met name opstartende of kleine ondernemingen negatief beïnvloeden.²¹⁸ Daarnaast is het de vraag of de uiteindelijke kosten daarvan wel door de juiste groep zullen worden gedragen. Zo is het waarschijnlijk dat ondernemingen deze kosten uiteindelijk zullen doorberekenen aan consumenten in hun producten, in plaats van dat dit ten koste gaat van de aan aandeelhouders ter beschikking staande winst.

Bij de rechtsvorming over gedragsnormen voor bestuurders ten aanzien van risicobeheersing dient deze maatschappelijke kosten-batenanalyse goed voor ogen te worden gehouden. Bestuurders en commissarissen verzekeren zich bovendien veelal tegen aansprakelijkheid. Behalve in situaties waarin de polis geen dekking biedt, wordt het bestraffende (financiële) effect van strengere aansprakelijkheidsregels daardoor ten dele tenietgedaan.

Uit de risicofilosofie van de Nederlandse overheid ten aanzien van ondernemingsrisico's volgt zoals gezegd dat aansprakelijkheid pas aan de orde is indien een bepaalde, hoge, drempel wordt overschreden. Denkbaar is dat de hoogte van de drempel voor de gedragsnorm varieert naar gelang de aard van het gelopen risico. Globaal kunnen de risico's worden ingedeeld in risico's die vrijwillig worden aanvaard, speculerend op een positief effect,²¹⁹ en risico's die door externe krachten worden opgelegd, met steeds een nadelig effect.²²⁰ Uit onderzoek is gebleken dat het beheersen van risico's door het opleggen van regels met name weerstand oproept, indien het gaat om risico's die vrijwillig door de betrokkenen zijn aanvaard.²²¹ Dit gegeven kan op verschillende manieren relevant zijn voor het denken over aansprakelijkheid voor falende risicobeheersing.

In de eerste plaats zou een globaal onderscheid kunnen worden gemaakt tussen compliance en financiële verslaggevingsrisico's enerzijds en opera-

²¹⁷ Zo lijken de totale jaarlijkse uitgaven van ondernemingen om te voldoen aan de vereisten van de Sarbanes-Oxley wet uit te komen op circa USD 7 mld. Zie Reilly 2007.

²¹⁸ Vgl. ook Wildavsky 1985, p. 6.

²¹⁹ Louwman/Steens 1994, p. 22 noemen dit speculatief risico (met als synoniemen: commercieel of dynamisch risico).

²²⁰ In deze zin: Adams/Thompson 2002, p. 27. Vgl. Douglas/Wildavsky 1982, p. 16-21. Louwman/Steens 1994, p. 22-23 noemen dit zuiver risico.

²²¹ Zie Adams/Thompson 2002, p. 27. Vgl. ook Schwing/Albers 1980, p. 118-119.

tionele en strategische risico's anderzijds. Eerstgenoemde risico's houden verband met het voldoen aan door de overheid opgelegde wet- en regelgeving. In het algemeen zou gezegd kunnen worden dat voor dergelijke opgelegde risico's de overheid via de invulling van aansprakelijkheidsregels ook strengere eisen aan risicobeheersing zou mogen stellen dan aan de beheersing van risico's die niet daaruit voortvloeien. Het bestuur zou in die visie minder beleidsvrijheid hebben om een bereidheid aan te nemen tot het aanvaarden van het risico om niet te voldoen aan wet- en regelgeving. De risicobereidheid dient dan gering te zijn. Dit onderscheid is goed hanteerbaar waar het gaat om wet- en regelgeving met duidelijke normen en specifieke criteria. Compliance kan echter ook betrekking hebben op wet- en regelgeving met open normen. Denk aan eisen die worden gesteld aan banken voor integere bedrijfsvoering en zorgplicht. De onderneming moet zelf een manier vinden om daar invulling aan te geven en heeft daarbij weer wel beleidsvrijheid.

Een tweede punt betreft de aansprakelijkheid die verband houdt met vrijwillig door de onderneming aanvaarde risico's, bijvoorbeeld volgens de risicostrategie, daaronder begrepen de *risk appetite* en risicotolerantie, of bij het nemen van specifieke beslissingen. Naarmate bij de onderneming betrokken stakeholders of wederpartijen een bepaald door het bestuur gekozen risico(beleid) hebben geaccepteerd, zou dit hun mogelijkheden om functionarissen aansprakelijk te stellen moeten beperken. Voormalig Staatssecretaris van Verkeer en Waterstaat Schultz van Haegen formuleerde dit beginsel in de Cleveringalezing van 2003 over risico in de maatschappij aldus: *'Ten eerste moeten we heel duidelijk maken waar de verantwoordelijkheid van de overheid ophoudt en die van de burger begint. Het criterium moet volgens mij zijn dat degene die bewust een risico loopt, het ook zelf draagt.'*²²² Ze sprak uit dat de overheid kan variëren in beleid al naar gelang de vrijwilligheid van het aangaan van een risico.²²³ Deze notie onderstreept overigens het belang van transparantie door het bestuur over belangrijke risicofactoren, risicobeleid en risicobeheersing.

Een derde gezichtspunt betreft de betrokkenheid van derden bij door de onderneming verkozen risico's. Voor de strengheid van het aansprakelijkheidsregime zou een onderscheid gemaakt kunnen worden tussen situaties waarin het vrijwillig nemen van een risico door het bestuur gevaarzetting voor anderen betekent – welke gevaarzetting die anderen onvrijwillig wordt opgedrongen – en situaties waarin een dergelijke gevaarzetting niet aan de

²²² Schultz van Haegen 2003.

²²³ Vgl. ook RIVM 2003, p. 12.

orde is.²²⁴ Daarbij zijn ook gradaties denkbaar. Indien een fabriek wordt gebouwd in een dichtbevolkt gebied, is het niet de keuze van die omwonenden geweest om te worden blootgesteld aan schadelijke stoffen die worden uitgestoten door die fabriek.²²⁵ Daartegenover staan de aandeelhouders van die fabriek, die zelf hebben verkozen om in die hoedanigheid betrokken te raken bij de onderneming en wel met risicodragend kapitaal. Ook crediteuren hebben er vrijwillig voor gekozen om zaken te doen met dat bedrijf; zij het dat zij geen risicodragend kapitaal aan de onderneming hebben verstrekt. Daarbij kan ook rekening worden gehouden met de impact van een risico. Uit onderzoek is gebleken dat mensen minder tolerantie hebben voor risico's die catastrofale of onomkeerbare gevolgen hebben.²²⁶ De maatschappelijke impact van de verwezenlijking van bepaalde strategische of operationele risico's zou in dat opzicht ook een relevant gezichtspunt kunnen zijn bij de beantwoording van de aansprakelijkheidsvraag, bijvoorbeeld als het gaat om gezondheids-, milieu- of systeemrisico's.

Voornoemde noties zouden een rol kunnen spelen bij het formuleren van (gradaties in) specifieke gedragsnormen.

Bij de bepaling of er sprake is van vrijwillig door het bestuur genomen risico's, kunnen vervolgens ook de vragen opkomen of bepaalde risico's welbewust of juist onbewust door het bestuur zijn genomen, en of een bepaald risico heeft geleid tot een bedoeld of een onbedoeld effect. Dan komen subjectieve factoren in beeld, die in de volgende paragraaf aan de orde komen.

Tot slot nog een andere gedachte. De aandacht voor risicomanagement in *corporate governance* codes, wet- en regelgeving en rechtspraak leidt ertoe dat het concept van risicobeheersing binnen ondernemingen verder wordt ontwikkeld, dat risico's inzichtelijker worden en dat er meer aandacht is voor de beheersing daarvan. Gezegd zou kunnen worden dat één van de gevolgen van deze maatregelen vanuit de overheid is dat aandeelhouderschap daardoor 'veiliger' wordt. De vraag kan worden gesteld of bepaalde aandeelhouders nadat de regelgeving is aangescherpt niet toch een onveranderd risico/opbrengstniveau zoeken voor hun belegging door te blijven investeren in bedrijven met een zeker risicoprofiel. Zij zouden dan een voorkeur kunnen hebben om niet te investeren in bedrijven die beschikken over state-of-the-

²²⁴ Luhman 1993, p. 107 maakt een onderscheid tussen risico en gevaar, waarbij risico's zijn toe te rekenen aan genomen belissingen, terwijl gevaren aan externe factoren kunnen worden toegerekend. Risico's die een besluitvormer neemt kunnen gevaren worden voor degenen die daardoor geraakt worden.

²²⁵ Vgl. Schwing/Albers 1980, p. 105, die geen reden zien waarom beperkte aansprakelijkheid van een rechtspersoon zou kunnen worden tegengeworpen aan derden die onvrijwillig in een rechtsbetrekking met die rechtspersoon zijn komen te staan.

²²⁶ Zie Schwing/Albers 1980, p. 207-209. Vgl. ook Douglas/Wildavsky 1982, p. 21.

art – wellicht naar bureaucratie neigende – risicobeheersingssystemen, die volledig voldoen aan wet- en regelgeving, maar in mogelijk kleinere of start-up bedrijven zonder beursnotering, die flexibeler en daardoor mogelijk innovatiever kunnen zijn.²²⁷ Dat is een interessante vraag voor nader onderzoek.

5.2 *Over ondernemen en beperkingen aan risicobeheersing: kritische faalfactoren voor bestuursbeslissingen*

Verwezenlijking van een risico die tot verliezen leidt bij de vennootschap en derden, leidt niet noodzakelijkerwijs tot de conclusie dat er sprake is geweest van falend risicomanagement.²²⁸ Het kan een geoorloofd gevolg zijn van de ondernemersactiviteit. De OECD Steering Group Corporate Governance formuleerde dit aldus:

*‘It should be fully understood by regulators and other standard setters that effective risk management is not about eliminating risk-taking, which is a fundamental driving force in business and entrepreneurship. The aim is to ensure that risks are understood, managed and, when appropriate, communicated.’*²²⁹

In het COSO-raamwerk wordt dit gegeven ook mooi verwoord:

*‘The underlying premise of Enterprise Risk Management is that every entity exists to provide value for its stakeholders. All entities face uncertainty, and the challenge for management is to determine how much uncertainty to accept as it strives to grow stakeholder value. Uncertainty presents both risk and opportunity, with the potential to erode or enhance value. Enterprise Risk Management enables management to effectively deal with uncertainty and associated risk and opportunity, enhancing the capacity to build value.’*²³⁰

In het rapport ‘Risk Management & Corporate Governance’, dat hij dit jaar in opdracht van de OECD schreef, gaf Anderson als aanbeveling:

*‘Banks should be encouraged to think in terms of a balanced risk approach which balances the behaviours associated with the risks being taken and those being avoided, and which is also cognisant of the risks associated with its performance culture and ethical approach to business.’*²³¹

²²⁷ Vgl. Schwing/Albers 1980, p. 115.

²²⁸ Zie ook Stulz 2008, p. 2.

²²⁹ OECD 2009b, p. 9.

²³⁰ COSO 2004, p. 3. Vgl. ook Adams/Thompson 2002, p. 30: ‘[...] taking risks leads by definition to accidents and [...] the only way to eliminate accidents is to eliminate risk taking [...]’.

²³¹ Anderson 2009, p. 28.

De onderzoeksvraag van dit deel van het preadvies is hoe de hoogte van de drempel voor aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor falend risicomanagement kan worden vastgesteld. In de praktijk is moeilijk bepaalbaar wanneer die drempel precies wordt overschreden. In het gezaghebbende boek over risicomanagement van Crouhy c.s. is dat als volgt omschreven: *'This is because the results of a firm provide signals to its board and to the equity markets concerning the skills of its management, and it is not easy for shareholders to differentiate between volatility that's healthy and volatility that's caused by management incompetence.'*²³²

In dit verband kan het nuttig zijn om te bezien welke factoren bepalen of een bestuursbeslissing tot een ongewenst negatief resultaat leidt. Dergelijke factoren zouden globaal kunnen worden ingedeeld in drie categorieën: 1) psychologische factoren, die een optimale besluitvorming vertroebelen; 2) externe factoren die buiten de directe controle van de onderneming liggen (o.a. *Acts of God*); en 3) factoren die binnen de controle van de onderneming liggen. Ik noem deze factoren de *kritische faalfactoren*²³³ voor bestuursbeslissingen.

Bestuurders hebben die *kritische factoren* niet altijd in de hand. Ze kunnen bepaalde factoren en de effecten daarvan zelfs niet altijd beheersen. Dat is een belangrijke reden waarom vanuit aansprakelijkheidsperspectief bestuursbeslissingen niet moeten worden beoordeeld aan de hand van de uitkomst van die beslissingen. Waar het wel om gaat is de gevolgde procedure en logica van die besluiten.²³⁴ Dat verklaart ook waarom in rechtspraak over bestuurshandelen de proceszorgvuldigheid zo'n belangrijke rol speelt. Daar komt bij dat proceszorgvuldigheid relatief eenvoudig te toetsen is door rechters.

Welke logica volgen bestuurders eigenlijk bij besluitvorming over risico's? Interessant is in dit verband de indeling van categorieën denkwijzen die in de psychologie wel wordt gemaakt, bijvoorbeeld door Stanovich en West. Met *system 1 thinking* wijzen zij op ons intuïtieve systeem, dat wordt gekenmerkt door snelheid en automatisme en moeiteloos, impliciet en emotioneel is.²³⁵ Met *system 2 thinking* wordt denken aangeduid dat langzamer, bewust, inspanningsvol, expliciet en logisch is. Bij een dergelijk, rationeel, denkproces is een aantal stappen te onderscheiden. Voorbeelden van zulke

²³² Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 40.

²³³ Vgl. met de term kritische succesfactoren werden door Kaplan/Norton 2008, p. 173, factoren aangeduid die nodig zijn voor het bereiken van de missie van een bepaalde organisatie of project; het laten slagen van de ondernemingsdoelen. In de praktijk wordt deze term veelal juist gebruikt om te focussen op de opbrengstkant van een strategie.

²³⁴ Vgl. Bazerman/Moore 2009, p. 39.

²³⁵ Zie onder meer Stanovich/West 2000, p. 658-660.

stappen zijn: het bepalen van het probleem, het identificeren van de criteria, het vaststellen van de besluitvormingscriteria, het bepalen van alternatieven voor de oplossing van het probleem, het beoordelen van de alternatieven volgens de opgestelde criteria en ten slotte het nemen van een beslissing.²³⁶ *System 2 thinking* kan ook bureaucratische vormen aannemen, wat zich weer moeilijk kan verhouden met ondernemerschap.

Uit onderzoek blijkt dat managers vaak *system 1 thinking* toepassen in de drukke en routine van de alledaagse bedrijfsvoering.²³⁷ Zo stelde een beschrijvend onderzoek van de Amerikaanse hoogleraar bedrijfskunde Mintzberg naar het werk van CEO's vast dat de helft van hun activiteiten korter dan negen minuten duurde, waarbij slechts 10% van hun activiteiten meer dan een uur duurde.²³⁸ De snelheid waarmee zij hun taken moeten uitvoeren is onophoudelijk hoog, terwijl ontelbare afzonderlijke handelingen kort, gevarieerd en gefragmenteerd waren en zij frequent werden onderbroken bij de uitvoering daarvan.²³⁹

Voor veel managementbeslissingen is het niet nodig om *system 2 thinking* toe te passen.²⁴⁰ Het is om die reden dan ook niet noodzakelijkerwijs onbehoorlijk als bestuurders beslissingen nemen volgens *system 1 thinking*.

In aansprakelijkheidskwesties wordt hieraan in het algemeen voorbij gegaan. Bij bestudering van jurisprudentie ontstaat al snel het beeld dat de betrokkenen zich alleen maar met het in het geding zijnde aspect van hun werk hadden moeten bezighouden, wat vervolgens onder een microscoop wordt gelegd en ontleed. Bovendien leggen rechters bij de beoordeling van het gevolgde beslissingsproces van bestuurders doorgaans criteria aan die passen in *system 2 thinking*. Dat zou echter geen automatisme moeten zijn. Eerst zou de vraag beantwoord moeten worden of er wel sprake is van een situatie die vereist dat *system 2 thinking* wordt toegepast.

Op hun beurt moeten bestuurders in de praktijk ook vaststellen wanneer zij die vorm van rationeel denken moeten toepassen.²⁴¹ Dat hangt onder meer af van de aard en complexiteit van de beslissing, de gevolgen van de beslissing, de tijdsdruk en preoccupatie met andere bestuurskwesties.²⁴²

²³⁶ Zie Bazerman/Moore 2009, p. 2-3.

²³⁷ Zie hierover ook Chugh 2004, p. 205.

²³⁸ Zie Mintzberg 1990, p. 164.

²³⁹ Zie Mintzberg 1990, p. 164.

²⁴⁰ Anders: Assink 2007, p. 556, die stelt dat het bestuur op zichzelf altijd zich er onder meer van dient te vergewissen of, en zo ja welke alternatieven bestaan, wat de implicaties daarvan kunnen zijn voor bijvoorbeeld aandeelhouders en/of werknemers en welke risico's daarbij horen en dat hem daarin geen beleidsvrijheid toekomt, bij gebreke waarvan het bestuur een gedragsnorm schendt.

²⁴¹ Bazerman/Moore 2009, p. 3, 40.

²⁴² Vgl. Assink 2007 die omstandigheden opsomt waarvan afhangt wat (on)geïnformeerd en/of (on)doordacht bestuurlijk gedrag is.

Indien bestuurders voor materiële beslissingen geen *sytem 2 thinking* zijn gaan toepassen, lopen zij het gevaar dat dit als toerekenbare onbehoorlijke taakvervulling zal worden aangemerkt.

Bepaalde psychologische en praktische factoren verhinderen in de praktijk veelal dat een optimale beslissing wordt genomen. Zo wordt er regelmatig voorbij gegaan aan de best mogelijke oplossing ten faveure van een oplossing die acceptabel of redelijk is. Bij het nemen van beslissingen beschikken bestuurders om te beginnen niet over een menukaart met alle beschikbare alternatieven, en over duidelijke regels volgens welke daaruit een keuze zou moeten worden gemaakt. Het zoeken naar alternatieven kost tijd, energie en geld.²⁴³ Bestuurders zullen dus in de praktijk – met als gegeven dat hun tijd een schaars goed is – zoeken totdat zij een optie vinden die zal leiden tot een redelijk resultaat, in het licht van onder meer de ervaringen van de bestuurders en hun redelijke verwachtingen.²⁴⁴ Dat wordt wel aangeduid met *satisfice*: ‘*rather than examining all possible alternatives, we simply search until we find a satisfactory solution that will suffice because it achieves an acceptable level of performance.*’²⁴⁵

Het vennootschapsrecht stelt wel een ondergrens aan de kwaliteit van de beslissing die tot stand komt als gevolg van *satisficing*. Zo is een belangrijke gedragsnorm voor het bestuur en de raad van commissarissen daarbij dat zij dienen te handelen in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Voor de raad van commissarissen is dit wettelijk vastgelegd in art. 2:140 lid 2 BW en volgens het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht zal dat ook voor het bestuur gebeuren.²⁴⁶ Uit deze ondergrens volgt dat het bestuur en de raad van commissarissen genoeg mogen nemen met een alternatief dat in het belang van de vennootschap is.

Naar mijn mening vergt het vennootschapsrecht niet dat telkens die zake-lijke beleidsafweging gemaakt dient te worden waarbij het belang van de vennootschap *het meest* gebaat is.²⁴⁷ Uit de wetsgeschiedenis van art. 2:140 lid 2 BW blijkt niet dat uit het begrip ‘belang van de vennootschap’ een plicht tot een soort belang- of winstmaximalisatie volgt.²⁴⁸ Het begrip is slechts in die bepaling opgenomen om duidelijk te maken dat commissaris-

²⁴³ Zie ook Hellriegel/Slocum 1993, p. 202.

²⁴⁴ Zie hierover ook Hellriegel/Slocum 1993, p. 202.

²⁴⁵ Bazerman/Moore 2009, p. 5.

²⁴⁶ Vgl. Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht, art. 2:129 lid 3 BW (nieuw).

²⁴⁷ Anders: Assink 2007, p. 525, 548 en Assink 2008a, p. 235. Deze gedragsnorm volgt overigens niet uit de door Assink 2007, p. 525, in zijn voetnoot 64 aangehaalde jurisprudentie.

²⁴⁸ Uit de kamerstukken van het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht (*Kamerstukken II* 2008/09, 31 763) ter zake van de introductie van dit begrip als richtsnoer voor het bestuur (art. 2:129 lid 5 BW) is dit evenmin af te leiden.

sen hun taak niet behoren uit te oefenen ten dienste van bepaalde deelbelangen.²⁴⁹ Het gaat erom dat de belangen van de stakeholders zorgvuldig worden gewogen²⁵⁰ in het streven naar waardecreatie op lange termijn.²⁵¹

Het vennootschapsrecht legt naar mijn mening het aspiratieniveau niet zo hoog dat van bestuurders en commissarissen wordt gevergd dat zij net zo lang moeten blijven zoeken naar alternatieven en blijven wikken en wegen totdat zij het alternatief hebben gevonden waarmee het belang van de vennootschap het meest is gebaat. Dat zou binnen de context van om hun aandacht concurrerende activiteiten geen realistische eis zijn en kan bovendien op zichzelf weer in strijd met het belang van de vennootschap zijn, gezien de daarmee gepaard gaande schaarse middelen tijd, energie en geld.

Ik kom nu terug op de hiervoor genoemde eerste *kritische faalfactor* voor bestuursbeslissingen: de psychologische factoren die een optimale besluitvorming vertroebelen. Er zijn verschillende *biases* die bestuurders parten kunnen spelen bij het nemen van besluiten.²⁵² Deze spelen een rol bij het verzamelen en interpreteren van gegevens, de weging die men aan verschillende factoren geeft en het schatten van kansen of waarschijnlijkheid.²⁵³ Veelal is de beslisser zich niet bewust van de verschillende *biases* die hem belemmeren in een optimale besluitvorming. Dit soort *biases* kunnen leiden tot een ‘foute’ beslissing. Gezegd kan worden dat het bestaan van dat soort *biases* behoort tot de sfeer – en dus het risico – van degene die de beslissing neemt. Maar als het gaat om aansprakelijkheid van bestuurders, wordt daarvoor juist een hoge drempel opgeworpen. Zeker als men bedenkt dat het nemen van een ‘foute’ beslissing in belangrijke mate kan worden veroorzaakt door psychologische factoren, ligt het voor de hand om ook bij psychische maatstaven – verwijtbaarheid oftewel schuldmaatstaven – aan te sluiten als het gaat om het bepalen van aansprakelijkheid en voor het effect van die factoren een marge aan te houden. Dit pleit ook tegen toerekening

²⁴⁹ Zie *Kamerstukken II* 1969/70, 10 751, nr. 3, p. 12. Anders: Asser/Maeijer 2000, p. 366, die meent dat het hierbij gaat om haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door de vennootschap te bereiken doel. Zie hierover Asser/Maeijer/Van Solingen/Nieuwe Weme 2009, nr. 394 en 395.

²⁵⁰ Vgl. o.a. Timmerman 2003, p. 561.

²⁵¹ In deze zin brief Minister van Financiën aan Tweede Kamer d.d. 2 september 2009 inzake Uitkomsten consultatie markmeester. Er wordt in deze brief gesproken over waardecreatie, niet over creatie van maximale waarde.

²⁵² Zie het overzicht van Bazerman/Moore 2009, p. 41. Zie over factoren die de risicoperceptie vertroebelen ook Claes 2008, p. 23-24, Slovic 2000, p. xxxi, 104-120, 154-167, Hellriegel/Slocum 1993, p. 202-203 en Schwing/Albers 1980, p. 183-189. Vgl. ook Douglas/Wildavsky 1992, p. 194.

²⁵³ Zie hierover ook Chugh 2004, p. 213-218. Vgl. Louwman/Steens 1994, p. 30-32 over de invloed van risicohouding op het denkproces over risico's.

krachtens verkeersopvattingen. Bij wijze van spreken pas als er een bepaald bewustzijn is bij de bestuurder (bijvoorbeeld van die *bias*), komt de aansprakelijkheid in beeld.²⁵⁴ Ik vind daarin ook een belangrijk argument om te stellen dat voor aansprakelijkheid van bestuurders (en commissarissen) vereist is dat er sprake moet zijn geweest van een zware schuldgradatie bij de bestuurder; bewuste roekeloosheid of opzet,²⁵⁵ net als voor werknemers geldt in art. 7:661 BW.²⁵⁶ Dat zou dan ook als toerekeningsmaatstaf moeten gelden.

Er is echter nog een andere drempel. Een ander punt is immers dat het moeilijk is om vast te stellen wat een ‘foute’ beslissing is. Een voorbeeld. Ten behoeve van een investeringsbeslissing maakt een bestuurder een schatting van het aantal producten dat de onderneming in de volgende vijf jaren zal verkopen. Hij schat dat er een kans is van 80% dat de onderneming in die periode ten minste 200 000 producten zal verkopen en een kans van 20% dat de onderneming dan minder dan 200 000 producten zal verkopen. Als de onderneming overgaat tot de investering, en de onderneming minder dan 200 000 producten verkoopt, zal de onderneming failliet gaan (*ceteris paribus*). Na vijf jaar blijkt dat er maar 100 000 producten zijn verkocht en de onderneming gaat failliet. Hoe is nu vast te stellen dat het een ‘foute’ beslissing was? Het kan zijn dat de bestuurder de kansverdeling goed had geschat, maar dat door externe factoren de kwade (20%) kans zich verwezenlijkte. Maar ook mogelijk is dat de bestuurder de kansverdeling verkeerd heeft geschat: dat er in werkelijkheid een kans van 80% was dat de onderneming minder dan 200 000 producten zou verkopen en maar 20% dat de onderneming ten minste 200 000 producten zou verkopen.²⁵⁷

De moeilijkheid hierbij is dat in werkelijkheid de ‘echte’ kansverdeling niet objectief is vast te stellen, zodat eigenlijk niet duidelijk wordt welke van laatstgenoemde twee scenario’s zich verwezenlijkt heeft. Gezegd kan worden dat het wel om heel evidente gevallen van ‘foute’ beslissingen moet gaan, wil dat gedrag benoemd kunnen worden als onbehoorlijke taakvervulling.²⁵⁸ En dat is dan eigenlijk niet eens zozeer omdat een bestuurder ontegenzeggelijk beleidsvrijheid heeft, maar omdat er nou eenmaal een grote bandbreedte kan bestaan bij de beoordeling van bestuurlijk handelen.

²⁵⁴ Zie ook Kroeze/Timmerman/Wezeman 2007, p. 155, die menen dat er sprake is van onbehoorlijke taakvervulling wanneer er is gehandeld met de wetenschap dat de vennootschap de dupe zou kunnen worden.

²⁵⁵ In deze zin: Timmerman 2006a, p. 540, 542. Zie ook Timmerman 2003, p. 561, waarin hij bepleit om hoge eisen te stellen aan de verwijtbaarheid van het gedrag van de bestuurder in de context van art. 2:9 BW.

²⁵⁶ In deze zin: Asser/Maeijer/Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, p. 554.

²⁵⁷ Zie hierover Stulz 2008, p. 9.

²⁵⁸ Vgl. Assink 2007, p. 14-17, die wijst op het ongrijpbare element van ondernemen.

Daar komt nog het gevaar bij van de *hindsight bias* en de *curse of knowledge* bij rechters die moeten oordelen over dat handelen. De *hindsight bias* is het verschijnsel dat kennis over de uitkomst van een bepaalde gebeurtenis bij een persoon de overtuiging doet toenemen dat hij de uitkomst daarvan ook had kunnen voorspellen indien hij niet had geweten wat de daadwerkelijke uitkomst is.²⁵⁹ De *curse of knowledge* houdt ermee verband dat indien men tracht te schatten over welke wetenschap anderen op een bepaald moment beschikten, mensen niet in staat zijn om de kennis te negeren die zij zelf wel, doch de anderen destijds niet hadden.²⁶⁰

Dit alles pleit ervoor dat ook voor de beantwoording van de vraag of een bestuurder een ‘foute’ beslissing heeft genomen – of hij zijn taak onbehoorlijk heeft vervuld en daarmee een gedragsnorm heeft geschonden – een hoge drempel dient te worden opgeworpen in de rechtspraak.

Aan vervulling van de bestanddelen voor aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen kan naar mijn mening dus eerst worden toegekomen als *twee* hoge drempels zijn gepasseerd: zowel de hoge drempel van de gedragsnormschending (die van de behoorlijke taakvervulling) als de hoge drempel van de toerekenbaarheid (opzet of bewuste roekeloosheid). Daarnaast dient uiteraard nog sprake te zijn van schade, een causaal verband tussen schending van de gedragsnorm en die schade en relativiteit.

De effecten van de verschillende *biases* die bestuurders parten kunnen spelen, kunnen overigens worden verminderd door rationele beslissingsmodellen (*system 2 thinking*) toe te passen.²⁶¹ Te denken valt aan (al dan niet gecomputeriseerde) besluitvormingsmodellen. Dergelijke modellen zorgen ervoor dat bepaalde voor de beslissing relevante criteria of richtlijnen systematisch worden toegepast in het maken van analyses, zonder dat deze worden vertroebeld door de gemoedstoestand en subjectieve interpretaties van de beslisser, de omgeving, deadlines, enzovoort.²⁶² Eén van de andere manieren om de kwaliteit van het besluitvormingsproces te verbeteren is het raadplegen van een deskundige. De gevolgde proceszorgvuldigheid kan in belangrijke mate bijdragen aan de kwaliteit van het aldus tot stand gekomen besluit.²⁶³ Dat in een belangrijk deel van rechterlijke beslissingen de proceszorgvuldigheid van bestuurlijke besluitvorming centraal staat, is derhal-

²⁵⁹ Hierover ook Bazerman/Moore 2009, p. 38-39, Slovic 2000, p. 39, Kroeze 2006a, p. 11 en Assink 2007, p. 19-20.

²⁶⁰ Bazerman/Moore 2009, p. 38-39.

²⁶¹ Zie Bazerman/Moore 2009, p. 179.

²⁶² Zie Bazerman/Moore 2009, p. 182.

²⁶³ Vgl. ook Dolan/Edlin/Tsuchiya/Wailoo 2007, p. 159, 162. Zie ook Glasz 2007, I.8-44.

ve te verantwoorden gezien het belang daarvan binnen het psychologische proces van besluitvorming.²⁶⁴

Dit gezegd zijnde, kom ik op de laatste twee *kritische faalfactoren*: de externe omstandigheden die de onderneming niet in de hand heeft en de factoren die wel binnen de controle van de onderneming liggen, ofwel externe en interne risico's. Voor beide categorieën geldt in principe dat bestuurders strategieën kunnen kiezen ten aanzien van de vraag hoe zij met deze risico's willen omgaan. Daarvoor kunnen procedures en systemen worden opgezet: risicobeheersingssystemen. Met het opzetten van dergelijke systemen geven bestuurders op een aantal niveaus feitelijk een invulling aan de behoorlijke taakvervulling die van hen wordt gevergd.

Allereerst is het doel van het opzetten van dergelijke systemen dat op redelijke wijze wordt gewaarborgd dat er ten aanzien van risico's op bestuursniveau volgens een rationele beslissingsmethode (*system 2 thinking*) besluiten kunnen worden genomen; dat er verantwoorde schattingen kunnen worden gemaakt. Dat kan onder meer doordat de beschikbare informatie voor het bestuur wordt vergroot door data van binnen de hele organisatie te verzamelen, doordat in een *bottom-up* proces schattingen van binnen de organisatie worden geaggregeerd tot het bestuursniveau, zodat beslissingen in mindere mate worden beïnvloed door persoonlijke *biases* die van toepassing zijn op de relevante bestuurders en mogelijk ook (gecomputeriseerde) beslissingsmodellen worden toegepast.

In de tweede plaats hebben deze systemen tot gevolg dat er een redelijke waarborg kan worden gegeven dat de bestuurders in staat zijn om op basis van de aldus verzamelde informatie te komen tot inhoudelijk verantwoorde externe mededelingen over de onderneming en haar activiteiten.

Ten derde geeft het opzetten van risicobeheersings- en interne controle-systemen invulling aan en uitvoering van de taak van het bestuur om toezicht te houden op de lagere niveaus binnen de onderneming.

In dat licht is het ook van belang te onderkennen dat er duidelijke beperkingen zitten aan risicobeheersing. Risico's zijn niet altijd volledig te ontwijken of te beheersen. Het COSO-raamwerk identificeert in dat verband drie verschillende concepten:²⁶⁵

- (1) risico heeft betrekking op de toekomst, die naar zijn aard onzeker is;
- (2) risicobeheersing wordt op verschillende niveaus binnen de organisatie uitgevoerd met betrekking tot verschillende doelen – bepaalde gebeurtenissen bevinden zich buiten de controle van het management;

²⁶⁴ Zie in dit verband Timmerman 2003, p. 560, die ervoor waarschuwt dat het formele totstandkomingsperspectief van besluiten de wanbeleidtoetsing te sterk gaat domineren. Vgl. ook Timmerman 1988, p. 344.

²⁶⁵ COSO-raamwerk, p. 93.

- (3) risicobeheersing kan geen absolute zekerheid geven met betrekking tot de gestelde ondernemingsdoelen.

Hierbij spelen twee van de *kritische faalfactoren*: de factoren die binnen de controle van de onderneming liggen en externe factoren, die buiten de directe controle van de onderneming liggen. Daarbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen de beheersbaarheid van verschillende typen risico's. Allereerst risico's op het gebied van verslaggeving en compliance met wet- en regelgeving. Op dat gebied kan risicobeheersing een redelijke mate van zekerheid geven dat de door de onderneming te stellen doelstellingen op dat gebied worden gehaald – de vennootschap kan in principe immers controle hebben over de eigen organisatie, en dat daarbinnen wordt voldaan aan wet- en regelgeving, en er ligt een relatief vastomlijnd, algemeen aanvaard normenkader voor.²⁶⁶ Anders ligt dat met het bereiken van strategische en operationele doelen van de vennootschap. Het bereiken daarvan is ook afhankelijk van externe gebeurtenissen, die niet altijd door de vennootschap kunnen worden gecontroleerd, en voor de beheersing waarvan geen duidelijke normen gelden. Weliswaar kunnen die externe gebeurtenissen worden meegenomen in het besluitvormingsproces over de doelstellingen van de onderneming, en kan worden geschat wat de waarschijnlijkheid is dat bepaalde risico's zich zullen voordoen en kan een contingencyplan worden opgesteld voor het geval deze zich zullen verwezenlijken, maar dat zal in het meest gunstige geval tot gevolg hebben dat de effecten van die risico's zullen worden gemitigeerd. Er is geen zekerheid dat de strategische en operationele doelen zullen worden verwezenlijkt.²⁶⁷

Een risicobeheersingssysteem vindt zijn beperking in de omstandigheid dat de onderneming niet altijd controle heeft over externe omstandigheden, de kosten-batenanalyse die moet worden gemaakt bij het opzetten van het systeem en het nemen van beslissingen binnen dat systeem en ten slotte fouten die worden gemaakt bij de risicobeheersing. Die beperking maakt dat het bestuur nooit absolute zekerheid heeft dat het de gestelde doelen zal bereiken.

Het gaat er wel om dat het risicobeheersingssysteem, in de bewoordingen van het COSO-raamwerk:

*'can provide reasonable assurance that management, and the board in its oversight role, are made aware, in a timely manner, of the extent to which the entity is moving toward achievement of the objectives.'*²⁶⁸ (onderstr. toegev.).

²⁶⁶ COSO 2004, p. 21, 39. Bij open normen is dit echter wat lastiger in te vullen.

²⁶⁷ COSO 2004, p. 39.

²⁶⁸ COSO 2004, p. 5, 21, 39.

In het COSO-raamwerk wordt ook beschreven wat onder *reasonable assurance* moet worden verstaan:

*‘Reasonable assurance reflects the notion that uncertainty and risk relate to the future, which no one can predict with precision. [...] However, an uncontrollable event, a mistake, or an improper incident can occur. In other words, even effective Enterprise Risk Management can experience a failure. Reasonable assurance is not absolute assurance.’*²⁶⁹

De in *best practice* bepaling II.1.5 van de Nederlandse Corporate Governance Code voorgeschreven inhoud van de ‘in control’-verklaring ziet inmiddels ook op een *redelijke mate van zekerheid*.

Een behoorlijke taakvervulling op het gebied van risicobeheersing vergt dus niet een resultaatsverplichting dat alle risico’s te allen tijde volledig worden beheerst, maar betreft veeleer een inspanningsverplichting, waarbij het erop aankomt of er procedures zijn opgezet opdat belangrijke risico’s binnen de onderneming worden gesignaleerd, transparant gemaakt binnen de organisatie en gerapporteerd aan het bestuur en de raad van commissarissen.²⁷⁰ Dat is een belangrijk uitgangspunt in de aansprakelijkheidsproblematiek.

Het resultaat van een effectief risicobeheersingssysteem is dat het bestuur een redelijke mate van zekerheid heeft met betrekking tot het bereiken van de gestelde doelen.²⁷¹

Zoals hierna in hoofdstuk 7 nader zal worden uitgewerkt, geldt ook bij aansprakelijkheid voor risicobeheersing dat niet het resultaat van de risicobeheersingssystemen bepaalt of er sprake is van onbehoorlijke taakvervulling. Ook hierbij gaat het met name om de gevolgde procedures en de logica van de besluiten terzake.

5.3 *Indeling categorieën risicobeheersingsfouten*

Gezien de praktische beperkingen aan risicobeheersingssystemen, komt het voor dat het bestuur ermee wordt geconfronteerd dat gestelde doelen niet worden gehaald doordat bepaalde risico’s zich verwezenlijken. Ik kom tot een globale indeling van aan risicobeheersing gerelateerde fouten in de volgende vijf categorieën:

²⁶⁹ COSO 2004, p. 20. Zie ook p. 93-94.

²⁷⁰ Vgl. Asser/Maeijer/Van Solingen/Nieuwe Weme 2009, p. 552 die aangeven dat bij het behoorlijk vervullen van de bestuurderstaak (in het algemeen) sprake is van het voldoen aan een inspanningsverbintenis.

²⁷¹ Zie ook COSO 2004, p. 117.

- (1) de afwezigheid van een risicobeheersingssysteem;
- (2) systeemfouten;
- (3) werkingsfouten;
- (4) beoordelingsfouten; en
- (5) onvoldoende transparantie aan de markt over risico's en risicobeheersing.

Als er gesproken wordt over verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van individuen voor zaken die betrekking hebben op risicobeheersing, kan het inzichtelijk zijn om te bezien binnen welke categorie een dergelijke kwestie valt. De vijf categorieën zullen hierna worden toegelicht.

Om te beginnen is de aanwezigheid van een risicobeheersingssysteem – soms hoe eenvoudig ook – vanzelfsprekend de basis van verantwoorde risicobeheersing. In het algemeen kan gezegd worden dat de *afwezigheid van een dergelijk systeem* een belangrijke fout is in de organisatiestructuur. Zie daarvoor ook par. 7.1.1.

Een fout in de opzet van de systemen van risicobeheersing en interne controle kan vervolgens worden aangeduid als een *systeemfout*: een flaw in de systemen van risicobeheersing en interne controle, welke systemen de exposure aan risico's monitoren.²⁷² Hiervan kan bijvoorbeeld sprake zijn indien de toegepaste wiskundige risicoanalysemodellen bepaalde risico's niet of niet adequaat verdisconteren of kwantificeren,²⁷³ of indien bijvoorbeeld de handelsfunctie en de backoffice, of de interne controle en de commerciële activiteiten, niet gescheiden zijn.²⁷⁴

Een fout in de werking van de risicobeheersing en interne controlesystemen is aan te duiden als een *werkingsfout*. Dit kan worden beschreven als een fout die de processen beïnvloedt die betrekking hebben op de risicobeheersing en interne controle, welke processen het bestuur in staat stellen de informatie over alle belangrijke risico's te verkrijgen en alle belangrijke handelingen of verzuimen in strijd met het risicobeheersingssysteem te monitoren.²⁷⁵ Hiervan is sprake indien de systemen voor risicobeheersing en inter-

²⁷² Chorafas 2006, p. 449-450, die over *system failure* spreekt en Loader 2005, p. 44-46 die dit behandelt onder 'system risk'.

²⁷³ Zie Stulz 2008, p. 8 die in dit verband spreekt over '*mismeasurement of known risks, failure to take risk into account, failures to use appropriate risk metrics*'. Zie ook Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 349-352 over fouten in modellen door wiskundige fouten of het gebruik van versimpelde aannames die misleidend of ongeschikt zijn.

²⁷⁴ Zie IIF Recommendation I.7: '*Firms should establish clear policies that control and audit functions are independent of organizations whose activities they review*.' Zie ook Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 361, Loader 2002, p. 61, 76 en Fama/Jensen 1983, p. 13.

²⁷⁵ Chorafas 2006, p. 449, die dit als een *managerial failure* benoemt. Dit omvat componenten die Loader 2002, p. 48 onder '*personnel risk*' schaaft.

ne controle goed zijn opgezet, maar de procedures en maatregelen die daarvan deel uitmaken niet zijn toegepast. Te denken valt aan menselijke fouten of vergissingen bij de uitvoering van protocollen, het niet tijdig en op begrijpelijke wijze doorgeven van belangrijke risicobeheersingsinformatie aan het bestuur,²⁷⁶ het opzettelijk ontwijken van de systemen door personeel om bepaalde handelingen te verbergen of gerapporteerde resultaten hoger te doen lijken en *management override* – het overrulen van beleid of procedures in het risicobeheersingssysteem door hoger management voor ongeoorloofde doeleinden.²⁷⁷ Daarvan is ook sprake indien de modellen die onderdeel uitmaken van de risicoanalyse verkeerd worden geïmplementeerd, bijvoorbeeld omdat daarin data over een te korte tijdsperiode worden ingevoerd of onvergelykbare informatie wordt ingevoerd, die de resultaten van de modellen vervuilen – ook wel aangeduid met ‘*garbage in, garbage out*’.²⁷⁸

Een vierde categorie, *beoordelingsfouten*, heeft betrekking op de beoordelingen (schattingen) die door het management gemaakt moeten worden gedurende de werking van het risicobeheersingssysteem. Er moeten continu op belangrijke momenten beoordelingen worden gedaan (*judgment calls*) en daarop gebaseerde beslissingen worden genomen.²⁷⁹ Voorbeelden zijn de keuzes voor de *risk appetite*, de doelstellingen, de voor te schrijven gewenste reacties op geïdentificeerde risico's, de toedeling van beschikbare schaarse middelen aan risicobeheersing (kosten-batenanalyse),²⁸⁰ de middelen voor interne controle, de manier waarop in de praktijk wordt gereageerd indien zich daadwerkelijk een risico verwezenlijkt en of, en zo ja welke, sancties worden toegepast indien de interne richtlijnen en procedures worden overschreden.²⁸¹ Deze strategie- en managementkeuzes gebaseerd op de voor handen zijnde risicoanalyses worden niet gemaakt door risicomangers.²⁸² Deze worden gemaakt in de *business* en afhankelijk van het belang ervan worden besluiten terzake genomen op bestuursniveau. De taak van risicomangers is beperkt tot het signaleren en beperken van risico's.²⁸³

De beoordelingen die worden gemaakt ten behoeve van de besluitvorming over deze keuzes zijn gebaseerd op de op dat moment beschikbare gegevens en worden veelal onder tijdsdruk gemaakt. Het COSO-raamwerk

²⁷⁶ Stulz 2008, p. 15 en Stulz 2009, p. 6.

²⁷⁷ COSO 2004, p. 7, 95.

²⁷⁸ Zie Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 352-353 over fouten in de implementatie van modellen.

²⁷⁹ Zie hierover ook Stulz 2009, p. 7.

²⁸⁰ Vgl. COSO 2004, p. 94, 96.

²⁸¹ De Exposure Draft van het COSO-raamwerk 2004 d.d. 2004, p. 18, bevatte in Exhibit 2.3 een tabel waarin een onderscheid wordt gemaakt tussen zaken die behoren tot het (algemene) managementproces en het enterprise risk management.

²⁸² Zie Stulz 2008, p. 5-6, 22, Hubbard 2009, p. 91.

²⁸³ Hubbard 2009, p. 91.

vermeldt in dit verband dat de effectiviteit van het risicobeheersingssysteem wordt beperkt door *human judgment*.²⁸⁴ Hubbard beschrijft het psychologische verschijnsel dat mensen systematisch risico's onderschatten.²⁸⁵ Dat speelt ook mee in de beslissingen die moeten worden genomen op basis van de informatie die beschikbaar komt uit de risicobeheersingssystemen.

Bij de voorgaande drie categorieën fouten moet steeds goed worden beoordeeld wat de aard van de fout is, waar binnen de organisatie de fout is gemaakt – dat kan namelijk goed in een (management)laag onder het bestuur zijn – en in hoeverre het bestuur en de raad van commissarissen kennis droegen of behoorden te dragen van die fout. Bij beoordelingsfouten speelt nog iets anders.

Zoals hiervoor beschreven, wordt algemeen aangenomen dat het bestuur een bepaalde beleidsvrijheid heeft; dat er een hoge drempel bestaat voor aansprakelijkheid. Er is een ruime bandbreedte en een bepaalde tolerantie voor ongelukkige bestuursbeslissingen, voor beoordelingsfouten die niet zijn gevolgd op onzorgvuldige voorbereiding van de besluitvorming. Er is echter geen duidelijke maatstaf die aangeeft hoe groot die nou precies is.

Bij beoordelingsfouten komt de vraag op wat de relevante toetsingsnorm is voor de beoordeling van dergelijke fouten.²⁸⁶ Moet de gemaakte keuze integraal worden getoetst, uitgaande van de kennis op het moment dat de beslissing werd genomen, of moet er een vorm van marginale toetsing plaatsvinden? Timmerman heeft in een aantal publicaties geschreven over het verschil tussen de voor de functionaris jegens de vennootschap geldende gedragsnorm en de door de rechter toe te passen aansprakelijkheids- of toetsingsnorm.²⁸⁷ Hij betoogt dat als de gedragsnorm voor een functionaris die hij jegens de vennootschap in acht dient te nemen strenger is dan de door de rechter toe te passen toetsingsnorm, er sprake is van terughoudende toetsing. Assink heeft in zijn proefschrift uitgebreid de introductie van een variant van de *business judgment rule* verdedigd, die een zeer terughoudende toetsing tot gevolg heeft.²⁸⁸ In het advies 'Evenwichtig Ondernemingsbestuur' heeft de SER betoogd dat de Ondernemingskamer haar toetsingsbeleid dient af te stemmen op de Amerikaanse *business judgment rule* en dat de rechter bij toepassing van die regel dient te toetsen of objectief gezien het aangevallen

²⁸⁴ COSO 2004, p. 94 en Hubbard, o.a. p. 76-77, 95 e.v., AON, p. 5, 24.

²⁸⁵ Hubbard 2009, p. 17, 99-115. Zie ook par. 5.2 over psychologische aspecten bij besluitvorming.

²⁸⁶ Beslissingen die vallen in deze categorie vallen onder het recht van de Amerikaanse staat Delaware onder de *business judgment rule*. Zie ook Bainbridge 2009, p. 23.

²⁸⁷ Timmerman 2003, p. 557, 559, Timmerman 2006a, p. 540-541, Timmerman 2006b, p. 337, Timmerman 2009, p. 11.

²⁸⁸ Assink 2007.

bestuurlijk gedrag geen rationeel zakelijk doel heeft.²⁸⁹ Dit zou in een wets-toelichting moeten worden opgenomen, terwijl de begrippen ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ en ‘wanbeleid’ ongewijzigd zouden blijven.²⁹⁰ Als voordeel hiervan werd aangevoerd dat de rechter zijn uitspraken diepgaander zou moeten motiveren.²⁹¹ De adviserende leden van de SER hebben bezwaren geuit tegen de invoering van de *business judgment rule*, omdat deze niet in de Europese context – het *stakeholder* model – past en deze toetsingsnorm in de Verenigde Staten als een beschermingsconstructie zou werken en de mogelijkheden van aandeelhouders om effectief op te treden tegen mismanagement zou beperken. Ten slotte menen zij dat er geen rechtstreeks verband is aangetoond tussen de toepassing van het enquêterecht en het gebrek aan ruimte voor bestuurders om hun taken uit te oefenen.²⁹² Kroeze,²⁹³ Mohr,²⁹⁴ Bartman en Holtzer²⁹⁵ hebben zich kritisch uitgelaten over dit advies.²⁹⁶ De Staatssecretaris van Justitie heeft een voorontwerp van een wetsvoorstel betreffende het enquêterecht aangekondigd dat in de tweede helft van dit jaar gereed zou moeten zijn.²⁹⁷

²⁸⁹ SER-advies 2008, p. 10. Instemmend ontvangen door Assink 2008a.

²⁹⁰ SER-advies 2008, p. 53.

²⁹¹ SER-advies 2008, p. 10 en 53.

²⁹² SER-advies 2008, p. 53-54.

²⁹³ Kroeze 2008, p. 775, die meent dat de complexe *business judgment rule* in enquêteprocedures, waar het draait om geschillen die moeten worden opgelost in het belang van de onderneming, maar een beperkt bereik heeft en minder geschikt is voor toetsing van situaties die zich op het moment van die toetsing vaak nog aan het voltrekken zijn. Vgl. ook Bartman/Holtzer 2008, p. 63.

²⁹⁴ Mohr 2008, p. 356 meent kort gezegd dat de toetsingsnorm dat er eerst sprake zou zijn van ‘onjuist beleid’ indien er irrationeel voorbereidend of inhoudelijk gedrag van bestuurders aan de orde is, te zwaar is en dat rechters wel capabel zijn te oordelen over ondernemingsbeleid, evenals over andere specifieke risicovolle werkzaamheden van bijvoorbeeld chirurgen en ingenieurs. Weersproken door Assink 2008b, p. 356-358.

²⁹⁵ Bartman/Holtzer 2008, p. 63, wijzen ook op het verschil in governance context tussen de Verenigde Staten en Nederland en dat het niet aangaat dat er met een aan het buitenland ontleende rechtsregel door het redelijk uitgekristalliseerd geheel van criteria en afwegingsfactoren op het gebied van bestuurdersaansprakelijkheid heen wordt gefietst. Op p. 64 wijzen zij ook op het ‘uitstralingsgevaar’ van terughoudende rechterlijke toetsing bij andere rechtsprocedures waarin ondernemersoptreden centraal staat.

²⁹⁶ Zie ook overigens Van Wijk 2009, p. 285 die wijst op het verschil in toepassingscontext van de *business judgment rule* in Nederland en de Verenigde Staten en er niet van overtuigd is dat in de praktijk in Nederland de toetsing van zakelijke beleidsafwegingen te ver gaat. Van Wijk heeft ook kritiek op onder meer de ingewikkeldheid van de door Assink voorgestane variant van de *business judgment rule* en heeft twijfels over de praktische toepasbaarheid daarvan.

²⁹⁷ Brief Staatssecretaris van Justitie aan de Tweede Kamer d.d. 2 maart 2009 inzake Evaluatie van het recht van enquête.

Ten aanzien van de huidige situatie geldt dat er in ieder geval geen eenduidigheid bestaat in toetsingsnormen. Zo speelt voor art. 2:9 BW het begrip *ernstige verwijtbaarheid*, waarvan de precieze aard onduidelijk is, een cruciale rol.²⁹⁸ Gezien de ontwikkelde catalogus van omstandigheden waaraan een rechter dient te toetsen, geeft de Hoge Raad het *ernstig verwijtbaarheid*-criterium een invulling die meer lijkt te duiden op een volledige – en geen marginale – toetsing van het bestuurshandelen. Aan de omstandigheid dat het bestuur een bepaalde beleidsvrijheid toekomt, lijkt daarbij geen rekening te worden gegeven, zoals Timmerman terecht opmerkte.²⁹⁹

In het *Staleman/Van de Ven*-arrest noemde de Hoge Raad als een relevante omstandigheid voor de beoordeling of er sprake is van *ernstige verwijtbaarheid*: '[...] het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult.'³⁰⁰ (onderstr. toegev.)

In de *Laurus*-zaak werd de norm geformuleerd '[...] de wijze waarop een redelijk bekwame en redelijk handelende functionaris die taak in de gegeven omstandigheden had behoren te vervullen.'³⁰¹

Deze formuleringen lijken te duiden op integrale toetsing. Bij toepassing van deze *Laurus*-norm dient de rechter zich een eigen oordeel te vormen over wat er van een redelijk bekwame en redelijk handelende functionaris mag worden verwacht en vervolgens het handelen van de bestuurder in de voorliggende casus daaraan te toetsen.

Voor art. 2:138/248 BW heeft de Hoge Raad voor *kennelijk onbehoorlijk bestuur* echter de maatstaf aangelegd '*als geen redelijk denkend bestuurder – onder dezelfde omstandigheden – aldus gehandeld zou hebben*'.³⁰² Zelf ben ik het meest gecharmeerd van de laatste maatstaf, omdat het duidelijker maakt dat alleen in extreme situaties sprake is van aansprakelijkheid. Het is

²⁹⁸ Zie HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360 (*Staleman/Van de Ven*), r.o. 3.3.1, HR 11 juni 1999, NJ 1999, 586 (*Van Dooren q.q./H.*), HR 10 december 1999, NJ 2000, 6 (*Moonen/Prickartz q.q.*), r.o. 3.2, HR 29 november 2002, NJ 2003, 455 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*), r.o. 3.4.5, HR 4 april 2003, NJ 2003, 538 (*Skipper Club Charter/Jaarsma*), r.o. 3.5. Vgl. ook HR 8 december 2006, NJ 2006, 659 (*Ontvanger/Roelofsen*), r.o. 3.6, HR 2 maart 2007, NJ 2007, 240 (*Holding Nutsbedrijf Westland*), r.o. 3.4.4. HR 20 juni 2008, JOR 2008/260 (*NOM/Willemsen*), r.o. 5.3 en HR 26 juni 2009, RvdW 2009, 797 (*Eurocommerce*), r.o. 4.5.

²⁹⁹ Timmerman 2006, p. 336-337, die er onder meer op wijst dat dit geen omstandigheid is die wordt opgesomd in de reeks relevante factoren in het *Staleman/Van de Ven*-arrest.

³⁰⁰ Parijs 2003, p. 234, is van mening dat laatstgenoemde zinsnede de centrale norm is waaraan bestuurders zich in alle gevallen dienen te houden bij het nemen van beslissingen.

³⁰¹ HR 8 april 2005, JOR 2003/260 (*Laurus*). Asser/Maeijer/Van Solingen/Nieuwe Weme 2009, p. 557 signaleren dat dit criterium na deze beschikking niet meer is gehanteerd.

³⁰² HR 8 juni 2001, NJ 2001, 454 (*Gilhuis q.q./bestuurders Panmo*). Vgl. HR 7 juni 1996, NJ 1996, 695 (*Ontvanger/Van Zoolingen*) inzake art. 36 lid 3 Invorderingswet 1990.

een vorm van marginale toetsing,^{303, 304} bij de toepassing waarvan een grotere (veiligheids)marge wordt gegund aan de bestuurder. Uitgangspunt voor iedere toets moet in ieder geval de kennis zijn die op het moment van de beslissing aanwezig was.

Een laatste categorie risicobeheersingsfouten betreft *onvoldoende transparantie*. Het betrachten van onvoldoende transparantie aan de markt over risico's en risicobeheersing kan verschillende verschijningsvormen aannemen. In de eerste plaats kan het zo zijn dat de vennootschap nalaat om bepaalde ter zake van risico's en risicobeheersing wettelijk voorgeschreven mededelingen te doen. In de tweede plaats kan een vennootschap nalaten om bepaalde koersgevoelige informatie op dit gebied (tijdig) mede te delen. Ten slotte kunnen gedane publieke mededelingen op dit gebied onjuist zijn.

Sommige situaties kunnen in meer dan één van bovengenoemde categorieën vallen. Zo kunnen systeem- of werkingsfouten leiden tot een beoordelingsfout, en kunnen bijvoorbeeld werkingsfouten ook leiden tot onvoldoende transparantie over de risico's en risicobeheersingssystemen van de onderneming. Het hanteren van deze categorieën kan desondanks een nuttig hulpmiddel zijn om een ingewikkeld feitencomplex te analyseren, de gemaakte fouten te benoemen, te kwalificeren en de verantwoordelijkheid van de betrokken functionarissen vast te stellen.

5.4 *Geconstateerde gebreken in risicobeheersingssystemen van banken*

De in de vorige paragraaf door mij gemaakte indeling van risicobeheersingsfouten zal ik thans illustreren aan de hand van een aantal door verschillende instanties gesignaleerde uitingen van falend risicomanagement bij bepaalde banken.

1. Afwezigheid risicobeheersingssystemen

De eerste categorie van risicobeheersingsfouten, de afwezigheid van risicobeheersingssystemen, was bij de onderzochte banken niet aan de orde. Alle banken hadden wel een systeem van monitoring en rapportage en beschikten – vergeleken met andere sectoren – over sophisticated krediet- en markt-risicobeheersingssystemen en voerden veelal stresstests uit, zoals Anderson beschrijft:³⁰⁵

³⁰³ Vgl. over toetsing vennootschapsrechtelijke besluiten Wiarda 1999, p. 97-98.

³⁰⁴ Anders: Borrius 2008, p. 100, die meent dat er hiermee wordt overgegaan tot een materiële toetsing.

³⁰⁵ Anderson 2009, p. 27.

‘The banks considered themselves to be risk experts: where car companies had a core competence in designing, manufacturing and marketing cars, banks had a core competence in identifying, leveraging, transforming and spreading risk: hence their perceived status as masters of their risk universe.’

Het kernpunt van de financiële crisis is evident niet de algehele afwezigheid van risicobeheersingssystemen. Wel maakte deze crisis pijnlijk duidelijk dat er beperkingen zitten aan zelfs de meest sophisticated systemen.

2. Systeemfouten

- er waren onvoldoende controlemechanismen aanwezig om de *risk appetite* van de onderneming te overzien;³⁰⁶
- risicomanagement was veeleer gericht op specifieke activiteiten (*‘silo-approach’*) dan op de onderneming als een geheel;³⁰⁷
- er werden onvoldoende geschikte middelen toegepast om de implementatie van de gekozen strategie te monitoren;³⁰⁸
- risicobeheersingssystemen werden onvoldoende aangepast aan veranderde omstandigheden en nieuwe *forward looking* of hypothetische methodes – er werd voornamelijk vertrouwd op de maatstaf *Value at Risk* die onder meer werd gebruikt met historische gegevens uit het relatief recente verleden en de kansen van gebeurtenissen met een lage waarschijnlijkheid, maar met grote gevolgen, systematisch te laag schatte – terwijl *stress testing* niet of inadequaats toegepast werd;³⁰⁹
- remuneratiestructuren droegen bij aan het overmatig nemen van risico’s door korte termijn expansie van het volume van risicovolle handel in plaats van winstgevendheid van investeringen op de lange termijn te belonen;³¹⁰
- het belang van de risicomanagementfunctie werd miskend door commerciële functies binnen financiële instellingen: risicomangers werden soms gezien als blok aan het been en niet als essentieel onderdeel van de ondernemingsstrategie. Zij opereerden vaak gescheiden van het management.³¹¹

³⁰⁶ OECD 2009a, p. 8.

³⁰⁷ OECD 2009a, p. 2, 11-12, Nestor 2009, p. 11-12, OECD 2009b, p. 31, Anderson 2009, p. 28, IFF 2008, p. 31. Vgl. ook Hubbard 2009, p. 77. Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 15 beschrijft het gevaar van risicosilo’s dat als *executives* en risicomangers uit verschillende risicosilo’s niet met elkaar communiceren, zij waarschijnlijk ook niet samen kunnen werken om de risico’s te beheersen die het meest belangrijk zijn.

³⁰⁸ OECD 2009a, p. 2.

³⁰⁹ Vgl. OECD 2009a, p. 8-9 en Larosière c.s. 2009, p. 8. Turner 2009, p. 22, 44-45, IFF-rapport, p. 10. Zie ook Lapido/Nestor 2009, p. 65-79.

³¹⁰ Larosière c.s. 2009, p. 10, Anderson 2009, p. 28.

³¹¹ OECD 2009a, p. 12, Nestor 2009, p. 12, OECD 2009b, p. 31. Vgl. ook IFF 2008, p. 31. Zie ook Lapido/Nestor 2009, p. 59-60, 62.

3. *Werkingsfouten*

- informatie werd niet op effectieve wijze verspreid binnen de organisatie, waardoor gegevens over risico's, exposures en waarschuwingssignalen in sommige gevallen niet het bestuur of de raad van commissarissen bereikten;³¹²
- veel bestuurders en commissarissen begrepen de kenmerken van de nieuwe, complexe financiële producten die hun ondernemingen voerden niet;³¹³
- veel bestuurders en commissarissen hadden onvoldoende zicht op de exposure en financiële impact van bepaalde (geaggregeerde) risico's, zoals het liquiditeitsrisico verbonden aan korte termijn financiering van (handels)activiteiten en het risico verbonden aan de kredietwaardigheid van wederpartijen bij gesecuritariseerde producten;³¹⁴
- veel bestuurders en commissarissen begrepen de intern gebruikte ingewikkelde wiskundige risicomodellen voor handel en exposure voor bankiersactiviteiten onvoldoende.³¹⁵

4. *Beoordelingsfouten*

- er werd voor gekozen om geen of onvoldoende maatregelen te nemen om bepaalde geïdentificeerde risico's, die niet waarschijnlijk of materieel werden geacht, te beheersen;
- er werden onvoldoende of te laat stappen gezet om de feitelijke verwezenlijking van bepaalde risico's te controleren;³¹⁶
- na verwezenlijking van bepaalde risico's werden onvoldoende maatregelen genomen om de effecten daarvan te beperken.

5. *Onvoldoende transparantie aan de markt over risico's en risicobeheersing*

Transparantie aan de markt over de *risk appetite* in relatie tot de daadwerkelijk gelopen risico's, voorzienbare risicofactoren, hun omvang en de opzet en werking van risicobeheersingssystemen van banken liet te wensen over.³¹⁷

³¹² OECD 2009a, p. 2, 8, 11, 20, OECD 2009b, p. 31, Senior Supervisors Group 2008, p. 9.

³¹³ Larosière c.s. 2009, p. 10.

³¹⁴ OECD 2009a, p. 8, Nestor 2009, p. 11, Larosière c.s. 2009, p. 8, 10, Anderson 2009, p. 27.

³¹⁵ Larosière c.s. 2009, p. 16, Turner 2009, p. 22. Ook Hubbard 2009, p. 168, beschrijft dat de ontwikkeling van sophisticated risicoanalysemodellen sneller is gegaan dan de gebruikers van die modellen konden bijhouden.

³¹⁶ OECD 2009a, p. 8, Anderson 2009, p. 27.

³¹⁷ OECD 2009a, p. 2 en Larosière c.s. 2009, p. 8.

De vraag is nu in hoeverre risicobeheersingsfouten als behandeld in deze paragraaf kunnen leiden tot aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen.

6. Prelude: aansprakelijkheid voor falend risicomanagement in de Verenigde Staten en Engeland

Alvorens over te gaan tot het onderzoeken van de concrete gedragsnormen die voor bestuurders en commissarissen ter zake van risicobeheersing gelden volgens het Nederlandse recht, zal in dit hoofdstuk de aansprakelijkheidspositie van *directors* in de Verenigde Staten en Engeland worden behandeld.

6.1 Verenigde Staten

Hiervoor is in par. 3.5.1 de Amerikaanse wet- en regelgeving beschreven die voorschriften bevat over risicobeheersing, welke geldt op federaal niveau. In een recent artikel ben ik uitgebreid ingegaan op de aansprakelijkheid van *directors* en *officers* voor onjuiste mededelingen over risicobeheersing in de *officer's certificates* onder Section van de 302 Sarbanes-Oxley wet.³¹⁸ Deze aansprakelijkheid, die is gebaseerd op Section 10(b) van de Securities Exchange Act,³¹⁹ is geen pure risicoaansprakelijkheid.³²⁰ Via het *scienter*-vereiste wordt immers de verwijtbaarheid van de individuele functionaris getoetst. *Scienter* houdt in '*a mental state embracing intent to deceive, manipulate or defraud [...] It connotes intentional or willful conduct designed to deceive or defraud investors by controlling or artificially affecting the price of securities.*'³²¹

Aansprakelijkheid van *directors* en *officers* voor falend risicomanagement kan ook voortvloeien uit het specifieke recht dat van toepassing is in de verschillende Amerikaanse staten. Ter illustratie zal ik mij beperken tot een aantal belangwekkende rechterlijke uitspraken die zijn gewezen in de staat Delaware.

Een eerste zaak waarin het belang van het houden van toezicht op de aanwezigheid van een intern rapportage- en controlesysteem voor de inhoud van de fiduciary duties van *directors* werd erkend, is de veel geciteerde *Caremark*-zaak.

³¹⁸ Strik 2009.

³¹⁹ Of op Section 20(b) Securities Exchange Act voor wat betreft *officers* of *directors* die de in het geding zijnde *officer's certificate* niet hebben getekend. Zie ook Strik 2009, p. 146.

³²⁰ Zie Strik 2009, p. 140, 165.

³²¹ Zo bepaald door de U.S. Supreme Court in *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185. Zie hierover Van Ginneken 2006, p. 160, Strik 2009, p. 139-143.

Chancellor Allen overwoog in zijn opinie:³²²

'In light of these developments, it would, in my opinion, be a mistake to conclude that [...] corporate boards may satisfy their obligation to be reasonably informed concerning the corporation, without assuring themselves that information and reporting systems exist in the organization that are reasonably designed to provide to senior management and to the board itself timely, accurate information sufficient to allow management and the board, each within its scope, to reach informed judgments concerning both the corporation's compliance with law and its business performance.

Obviously the level of detail that is appropriate for such an information system is a question of business judgment. And obviously too, no rationally designed information and reporting system will remove the possibility that the corporation will violate laws or regulations, or that senior officers or directors may nevertheless sometimes be misled or otherwise fail reasonably to detect acts material to the corporation's compliance with the law. But it is important that the board exercise a good faith judgment that the corporation's information and reporting system is in concept and design adequate to assure the board that appropriate information will come to its attention in a timely manner as a matter of ordinary operations, so that it may satisfy its responsibility.

Thus, I am of the view that a director's obligation includes a duty to attempt in good faith to assure that a corporate information and reporting system, which the board concludes is adequate, exists, and that failure to do so under some circumstances may, in theory at least, render a director liable for losses caused by non-compliance with applicable legal standards.' (onderstr. toegev.).

Maar er werd een belangrijke beperking gesteld aan de mogelijkheid *directors* aansprakelijk te houden voor door de vennootschap geleden schade veroorzaakt door onwetendheid over aansprakelijkheid scheppende activiteiten binnen de onderneming:

*'only a sustained or systematic failure of the board to exercise oversight – such as an utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting system exists – will establish the lack of good faith that is a necessary condition to liability. Such a test of liability – lack of good faith as evidence by sustained or systematic failure of a director to exercise reasonable oversight – is quite high.'*³²³

Wilde er sprake zijn van aansprakelijkheid op basis van de Caremark-standaard, dan moeten er omstandigheden worden gesteld als dat er geen auditcommissie was ingesteld, dat de auditcommissie slechts sporadisch bij-

³²² *In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig.*, 698 A. 2d 959 (Del. Ch. 1996).

³²³ Zie voor een bespreking van op de Caremark-toets gebaseerde jurisprudentie Assink 2007, p. 182-186.

eenkwam en duidelijk te weinig tijd besteedde aan haar taak, of dat de audit-commissie op de hoogte was van ernstige boekhoudkundige onregelmatigheden, maar deze heeft genegeerd of zelfs aangemoedigd.³²⁴

In de zaak *Stone/Ritter* bevestigde de Delaware Supreme Court tien jaar later de juistheid van de Caremark-standaard.

De relevante onderdelen van de uitspraak van de Delaware Supreme Court luiden als volgt: ‘[...] Caremark articulates the necessary conditions predicate for director oversight liability: (a) the directors utterly failed to implement any reporting or information system or controls; or (b) having implemented such a system or controls, consciously failed to monitor or oversee its operations thus disabling themselves from being informed of risks or problems requiring their attention. In either case, imposition of liability requires a showing that the directors knew that they were not discharging their fiduciary obligations. Where directors fail to act in the face of a known duty to act, thereby demonstrating a conscious disregard for their responsibilities, they breach their duty of loyalty by failing to discharge that fiduciary obligation in good faith. The test is rooted in concepts of bad faith; indeed, a showing of bad faith is a necessary condition to director oversight liability. [...] Although there ultimately may have been failures by employees to report deficiencies to the Board, there is no basis for an oversight claim seeking to hold the directors personally liable for such failures by the employees. [...] In the absence of red flags, good faith in the context of oversight must be measured by the directors’ action to assure a reasonable information and reporting system exists” and not by second-guessing after the occurrence of employee conduct that results in an unintended adverse outcome.’³²⁵ (onderstr. toegev.).

Een dergelijke grondslag speelde ook in de *shareholders derivate suit* die was aangespannen tegen Citigroup in verband met de astronomische door Citigroup tijdens de subprime-crisis geleden verliezen. De uitspraak in deze zaak van begin 2009 is belangwekkend, omdat het de eerste is die een gedetailleerde analyse geeft van mogelijke aansprakelijkheid van *directors* voor deze problematiek onder het recht van Delaware.³²⁶

Kort gezegd ging het er in die zaak onder meer om dat gedaagden hun *fiduciary duties* om de risico’s die Citigroup liep ten aanzien van de problemen in de subprime-markt adequaat te monitoren en te beheersen, niet zouden hebben vervuld. De eisers wezen met name op het bestaan van een veel-

³²⁴ Guttman, 823, A.2d at 506.

³²⁵ *Stone v. Ritter*, 911 A.2d (Del. 2006) at 370.

³²⁶ Pileggi 2009.

voud aan waarschuwingssignalen die gedaagden bewust hadden moeten doen worden van de problemen die opdoemden in de onroerend goed- en kredietmarkten, die zij zouden hebben genegeerd. De Chancery Court of Delaware oordeelde dat de eisers ten onrechte probeerden om hun vordering te verpakken als een zogenaamde Caremark-vordering.

De kernoverwegingen van de Chancery Court of Delaware waren de volgende:³²⁷

‘Although these claims are framed by plaintiffs as Caremark claims, plaintiffs’ theory essentially amounts to a claim that the director defendants should be personally liable to the Company because they failed to fully recognize the risk posed by subprime securities. When one looks past the lofty allegations of duties of oversight and red flags used to dress up these claims, what is left appears to be plaintiff shareholders attempting to hold the director defendants personally liable for making (or allowing to be made) business decisions that, in hindsight, turned out poorly for the Company. Delaware Courts have faced these types of claims many times and have developed doctrines to deal with them – the fiduciary duty of care and the business judgment rule. These doctrines properly focus on the decision-making process rather than on a substantive evaluation of the merits of the decision. This follows from the inadequacy of the Court, due in part to a concept known as hindsight bias, to properly evaluate whether corporate decision-makers made a “right” or “wrong” decision. [...]

The Delaware Supreme Court made clear in Stone that directors of Delaware corporations have certain responsibilities to implement and monitor a system of oversight; however, this obligation does not eviscerate the core protections of the business judgment rule – protections designed to allow corporate managers and directors to pursue risky transactions without the specter of being held personally liable if those decisions turn out poorly. Accordingly, the burden required for a plaintiff to rebut the presumption of the business judgment rule by showing gross negligence is a difficult one, and the burden to show bad faith is even higher. Additionally, as former-Chancellor Allen noted in Caremark, director liability based on the duty of oversight “is possibly the most difficult theory in corporation law upon which a plaintiff might hope to win a judgment.” The presumption of the business judgment rule, the protection of an exculpatory § 102(b)(7) provision, and the difficulty of proving a Caremark claim together function to place an extremely high burden on a

³²⁷ Chancellor Chandler, *In RE Citigroup Inc. Shareholder Deriv. Lit.* Civil Action No. 3338-CC d.d. 24 februari 2009 (Del. Ch.), p. 25-26.

*plaintiff to state a claim for personal director liability for a failure to see the extent of a company's business risk.*³²⁸ [...]

Risk has been defined as the chance that a return on an investment will be different than expected. The essence of the business judgment of managers and directors is deciding how the company will evaluate the trade-off between risk and return. Businesses – and particularly financial institutions – make returns by taking on risk; a company or investor that is willing to take on more risk can earn a higher return. Thus, in almost any business transaction, the parties go into the deal with the knowledge that, even if they have evaluated the situation correctly, the return could be different than they expected. It is almost impossible for a court, in hindsight, to determine whether the directors of a company properly evaluated risk and thus made the “right” business decision. In any investment there is a chance that returns will turn out lower than expected, and generally a smaller chance that they will be far lower than expected. Then investments turn out poorly, it is possible that the decision-maker evaluated the deal correctly but got “unlucky” in that a huge loss – the probability of which was very small – actually happened. It is also possible that the decision-maker improperly evaluated the risk posed by an investment and that the company suffered large losses as a result. Business decision-makers must operate in the real world, with imperfect information, limited resources, and an uncertain future. To impose liability on directors for making a “wrong” business decision would cripple their ability to earn returns for investors by taking business risks. Indeed, this kind of judicial second guessing is what the business judgment rule was designed to prevent, and even if a complaint is framed under a Caremark theory, this Court will not abandon such bedrock principles of Delaware fiduciary duty law.³²⁹ (onderstr. toegev.)

In deze zaak werden als relevante omstandigheden aangemerkt: er waren risicobeheersingssystemen aanwezig, er was een Audit and Risk Management Committee ingesteld, die onder meer als taak had de *board* te assisteren om toezicht te houden op het beleid op het gebied van risicoanalyse en risicobeheersing en met het management de krediet-, markt- liquiditeits- en het operationele risico en stappen om deze risico's te monitoren en beheersen te bespreken. Dit Committee kwam in 2006 en 2007 jaarlijks zo'n elf keer bij elkaar.

De Delaware Chancery Court overwoog dat de omstandigheid dat de gedaagden wetenschap hadden van een verslechtering van de subprime-markt en zelfs van tekenen dat de omstandigheden zich verder konden ver-

³²⁸ Zie voetnoot 327, p. 29.

³²⁹ Zie voetnoot 327, p. 20, 31.

slechteren, onvoldoende is om aan te tonen dat de *directors* wisten of behoorden te weten dat er onacceptabele praktijken aan de orde waren of dat er sprake was van het bewust niet vervullen van een verplichting om te proberen te voorkomen dat Citigroup verliezen zou lijden. In de vordering van eisers werd niet eens gespecificeerd op welke manier de toezichtmechanismen inadequaat zouden zijn en in hoeverre de *directors* daarvan op de hoogte waren en deze negeerden. De door eisers aangevoerde waarschuwingssignalen die vooral verband hielden met de algemene marktomstandigheden, waren veeleer aanwijzingen dat er sprake was van een slechte ondernemersbeslissing, dan dat deze voldoende onderbouwing vormden voor de stelling dat er sprake was van handelen in strijd met *fiduciary duties* of dat er sprake was van ‘*bad faith*’.³³⁰

De Delaware Chancery Court maakte een onderscheid tussen toezicht op enerzijds compliance risico's, en anderzijds risico's die inherent zijn aan het ondernemen.

Terzake werd het volgende overwogen: ‘*There are significant differences between failing to oversee employee fraudulent or criminal conduct and failing to recognize the extent of a Company's business risk. Directors should, indeed must under Delaware law, ensure that reasonable information and reporting systems exist that would put them on notice of fraudulent or criminal conduct within the company. Such oversight programs allow directors to intervene and prevent frauds or other wrongdoing that could expose the company to risk of loss as a result of such conduct. While it may be tempting to say that directors have the same duties to monitor and oversee business risk, imposing Caremark-type duties on directors to monitor business risk is fundamentally different. Citigroup was in the business of taking on and managing investment and other business risks. To impose oversight liability on directors for failure to monitor “excessive” risk would involve courts in conducting hindsight evaluations of decisions at the heart of the business judgment of directors. Oversight duties under Delaware law are not designed to subject directors, even expert directors, to personal liability for failure to predict the future and to properly evaluate business risk.*’³³¹ (onderstr. toegev.).

Deze uitspraak lijkt instemmend te zijn ontvangen.³³² Er zijn echter ook kanttekeningen geplaatst bij deze *Citigroup*-uitspraak. De Amerikaanse hoogleraar Bainbridge is van mening dat – anders dan is overwogen door de Delaware Chancery Court – beheersing van (ondernemings)risico's en com-

³³⁰ Zie voetnoot 327, p. 35.

³³¹ Zie voetnoot 327, p. 40-42.

³³² Zie bijvoorbeeld Ribstein 2009, Lipton 2009 en Assink 2009.

pliance in de aard van de zaak niet fundamenteel verschillende zaken zijn.³³³ Eén van zijn argumenten is dat in de *Caremark*-zaak was bepaald dat één van de onderliggende redenen voor het aannemen van een toezichtsverplichting de noodzaak voor de *board* was om te verzekeren dat voldoende informatie verstrekt wordt om zijn taken te vervullen. Dat speelt bij beide soorten risico's. De infrastructuur voor het monitoren en beheersen van beide soorten risico's is bovendien vergelijkbaar. Hij signaleert wel dat er relevante graduele verschillen zijn. Zo is risicomanagement nog maar een jonge discipline, ten aanzien waarvan *best practices* zich nog aan het ontwikkelen zijn.³³⁴ Een ander punt dat hij aankaart is dat het beheersen en nemen van risico bij ondernemen intrinsiek met elkaar verweven zijn: '*Risk management necessarily overlaps with risk taking because the former entails making choices about how to select the optimal level of risk to maximize firm value.*'³³⁵ Bainbridge komt – in lijn met de *Citigroup*-uitspraak – tot de conclusie dat net als het nemen van risico, het beheersen van risico ook niet aan rechterlijke toetsing onderhevig zou moeten zijn.³³⁶

Dergelijke beoordelingen en keuzes die het management moet maken zijn echter slechts één onderdeel van het risicobeheersingssysteem. Er bestaan ook andere risicobeheersingsfouten, zoals beschreven in par. 5.3. Mij viel overigens op dat uit de *Citigroup*-uitspraak niet is af te leiden dat de formele aspecten van het besluitvormingsproces over de in het geding zijnde onderwerpen ter discussie zijn gesteld. Uit de in hoofdstuk 4 besproken onderdelen van risicobeheersingssystemen volgt dat er behoorlijk wat formele aspecten ter zake van risicobeheersing zijn te onderscheiden, waarover naar mijn mening – zelfs naar het recht van Delaware onder de *business judgment rule* – door rechters een oordeel gevormd zou kunnen worden. Prof. Rosenberg betoogt dat de *business judgment rule* *directors* te veel beschermt: '[...] *courts should be more willing to examine the background of a risky action and conclude that the decision-makers knew that they were not adequately informed about the risks to justify a particular course of action.*'³³⁷ Zoals hierna in par. 7.1.1 zal blijken, gaan Nederlandse rechters wel degelijk over tot toetsing van handelen of nalaten van functionarissen in het kader van bepaalde onderdelen van risicomanagement.

³³³ Bainbridge 2009a, p. 18.

³³⁴ Bainbridge 2009a, p. 20.

³³⁵ Bainbridge 2009a, p. 23. Zie verder Bainbridge 2009a, p. 21-24 en Bainbridge 2009c.

³³⁶ Bainbridge 2009a, p. 23.

³³⁷ Rosenberg 2009, p. 6.

6.2 Engeland

Onder het Engelse recht is de *board* volgens de *duty of care, skill and diligence* als vastgelegd in Section 178(1) van de Companies Act 2006 verantwoordelijk voor het instellen van een adequaat systeem van interne controle. Uit jurisprudentie³³⁸ volgt dat *executives* de *board* in de positie moeten brengen dat zij in staat is om zich een oordeel te vormen over een bepaalde gang van zaken binnen de vennootschap en dat er adequate systemen worden opgezet, zodat men in staat is om accurate financiële verslaggeving op te stellen waarop kan worden vertrouwd.³³⁹ *Directors* moeten ervoor zorgen dat zij in de positie verkeren waarin zij het management van de vennootschap kunnen leiden en monitoren.³⁴⁰ Het gaat erom dat zij ten aanzien van het systeem waarop zij toezicht houden en dat zij dienen te beheersen, bepalen of het goed werkt, om zich ervan te verzekeren dat degenen aan wie taken zijn gedelegeerd hun functies efficiënt vervullen en dat zij waarschuwingssignalen opvangen zodra deze zich voordoen.³⁴¹

Een belangrijke uitspraak op dit gebied was de *Barings*-zaak, waarin werd aangenomen dat de *executive directors* van Barings onvoldoende toezicht hadden gehouden op *rogue trader* Leeson.³⁴² Relevante omstandigheden in die zaak waren dat Leeson zowel geautoriseerd was voor de handelsfunctie als voor de afwikkeling van de transacties. Ondanks de omstandigheid dat een interne audit specifiek had aanbevolen dat deze functies gescheiden moesten worden, hadden de *directors* geen actie ondernomen. Er was geen beperking aan en controle op risicolimieten en Leeson's verzoeken voor grote bedragen werden steeds ingewilligd, zonder enig adequaat onderzoek.³⁴³

Onder het Engelse recht mogen *directors* overigens in het algemeen op anderen binnen de organisatie vertrouwen, tenzij er vermoedens zijn of behoren te zijn dat dit vertrouwen niet terecht is.³⁴⁴

³³⁸ Deze jurisprudentie is gewezen voor de invoering van de Companies Act 2006, maar uit de Explanatory Notes, p. 47, blijkt dat deze relevantie blijft houden onder deze nieuwe wet. Vgl. ook Section 170(3) en (4) Companies Act 2006.

³³⁹ Zie *Cashflow Finance Pty Ltd v Westpac Banking Corp* [1999] NSWSC 671 (NSW S Ct), *ASIC v Rich* [2003] NSWSC 85, 2003 44 ACSR 682 (NSW S Ct).

³⁴⁰ *Dairy Containers Ltd v NZI Bank Ltd* [1995] 2 NZLR 30 at 79, *Sheahan v Verco* [2001] SASC 91 at 101, *Re HIH Insurance Ltd (in prov liq)*, *ASIC v Adler* [2002] NSWSC 171, 2002 41 ACSR 72, 2002 20 ACLC 576 at 372, *DCT v Clark* 2003 45 ACSR 332 at 335, *Daniels v Anderson* 1995 13 ACLC 614 at 664.

³⁴¹ *Re Barings plc* [1998] BCC 583.

³⁴² Leeson nam ongeautoriseerde speculatieve posities in op aan de Nikkei 225 genoteerde futures en opties en verborg de op deze posities geleden verliezen van meer dan USD 800 million op de 88888 *error account*.

³⁴³ *Re Barings plc* [1998] BCC 583.

³⁴⁴ Zie Keay 2009, p. 200-205 met relevante vindplaatsen.

6.3 *Tot slot*

In de Verenigde Staten kunnen *directors* en *officers* aansprakelijk zijn voor falend risicomanagement via het federale effectenrecht en de *fiduciary duties* volgens het vennootschapsrecht van de relevante Amerikaanse staat. Belangwekkend is de constatering dat volgens Section 10(a) Securities Exchange Act een zware schuldmaatstaf – *scienter* – vereist is om te komen tot aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving. Voor de concrete gedragsnorm die bepaalt wat van directors en officers gevergd wordt ter zake van risicobeheersing, zijn vooral de lokale *fiduciary duties* bepalend. Het recht van de staat Delaware legt daarvoor een zware rechterlijke toetsingsnorm aan, de *business judgment rule*. Het lijkt erop dat deze toets niet snel tot aansprakelijkheid voor falend risicomanagement zal leiden. Er moet sprake zijn van een systematisch nalaten om toezicht te houden op activiteiten binnen de vennootschap.

Anders dan het recht van de Amerikaanse staat Delaware, kent het Engelse recht niet de *business judgment rule*.³⁴⁵ Er wordt wel gezegd dat het Engelse recht een ‘*quasi-business judgment rule*’ kent, om duidelijk te maken dat rechters niet doen aan *second guessing* van het handelen van bestuurders en terughoudend zijn bij het beoordelen van de merites van commerciële beslissingen.³⁴⁶ De toegepaste standaard lijkt echter niet zo hoog te liggen als in de Verenigde Staten, waardoor *directors* in Engeland eerder aansprakelijk kunnen zijn voor falend risicomanagement.

7. Aansprakelijkheidsgronden

Hoe wordt de hoogte van de aansprakelijkheidsdrempel voor falend risicomanagement in Nederland bepaald? Breed aangenomen wordt dat in het algemeen risicobeheersing een kerntaak is van het bestuur.³⁴⁷ Uitgangspunt voor kerntaken van het bestuur is – net als geldt voor de algemene strategie en het financiële beleid – dat alle bestuurders daarvoor collectief verantwoordelijk zijn. Dat komt ook tot uitdrukking in de Nederlandse Corporate Governance Code krachtens welke alle bestuurders de zogenaamde ‘in control’-verklaring ter zake van risicobeheersing voor het financiële verslaggevingsproces moeten afgeven in het jaarverslag.

De aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen jegens de vennootschap wordt bepaald door art. 2:9 BW. Als er onbehoorlijk bestuur of

³⁴⁵ Zie hierover ook Law Commission 1999, p. 300, Keay 2009, p. 208-214.

³⁴⁶ Zie Keay 2009, p. 209 en 213.

³⁴⁷ OECD 2009a, p. 3, 17, 19, OECD 2009b, p. 40.

toezicht plaatsvindt op het gebied van een kerntaak, zijn alle bestuurders en commissarissen in principe hoofdelijk aansprakelijk ten opzichte van de vennootschap uit hoofde van art. 2:9 BW. Dit wordt besproken in par. 7.1.1. Een belemmering voor het instellen door de vennootschap van een dergelijke actie is de praktische omstandigheid dat zittende bestuurders die wordt verweten hun taak onbehoorlijk te hebben vervuld, deze actie niet tegen zichzelf zullen instellen, terwijl het maar de vraag is of hun opvolgers wel die bereidheid zullen hebben. Een interessante vraag, die ik zal laten rusten, is in hoeverre het nalaten om een art. 2:9 BW actie in te stellen tegen (oud)mede-bestuurders op zichzelf onbehoorlijke taakvervulling oplevert. Aandeelhouders en crediteuren kunnen geen vordering instellen uit hoofde van art. 2:9 BW.

Gezien de geobserveerde risicobeheersingsproblemen bij bepaalde banken, zou art. 2:139/150 BW – op grond van welke bepaling bestuurders en commissarissen aansprakelijk kunnen worden gehouden voor misleidende financiële verslaggeving – eerder een belangrijk aanknopingspunt vormen. Deze actie kan immers worden ingesteld door aandeelhouders (en houders van certificaten en derivaten) en schuldeisers³⁴⁸ en wordt hierna behandeld in par. 7.2.

In vergelijking met art. 2:9 BW lijkt de toepassing van deze bepaling relatief *straightforward*. Er kan worden afgegaan op de concrete mededelingen van het bestuur in de financiële verslaggeving over de risicobeheersingssystemen en er moet getoetst worden of deze misleidend zijn. Die toets staat schijnbaar los van de inhoud van de taak van de bestuurders op grond van art. 2:9 BW – die op dit gebied naar de huidige stand van de jurisprudentie nog geen vaste vorm heeft gekregen. Afhankelijk van de omstandigheden kunnen individuele bestuurders zich disculperen van aansprakelijkheid uit hoofde van art. 2:9 BW en art. 2:139 BW. Dat zal in hoofdstuk 9 worden behandeld.

Par. 7.3 handelt ten slotte over aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad. Nu (vooralsnog) in het kader van de kredietcrisis geen sprake is geweest van faillissementen van Nederlandse banken zal ik aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor het boedelttekort op basis van art. 2:138 BW buiten beschouwing laten.

³⁴⁸ Zie Strik 2007a, p. 175.

7.1 *Interne aansprakelijkheid – art. 2:9 BW*

Art. 2:9 BW bepaalt dat elke functionaris tegenover de rechtspersoon gehouden is de hem opgedragen taak behoorlijk te vervullen. Indien het een aangelegenheid betreft die tot de werkring van twee of meer functionarissen behoort, is ieder van hen voor het geheel aansprakelijk ter zake van een tekortkoming, tenzij deze niet aan hem is te wijten en hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen daarvan af te wenden. Volgens vaste jurisprudentie van de Hoge Raad is voor aansprakelijkheid ingevolge art. 2:9 BW vereist dat er sprake is van *ernstige verwijtbaarheid*.

Ik beperk mij in dit hoofdstuk gemakshalve tot situaties waarin er een meerhoofdig orgaan is. In deze paragraaf zal ik ingaan op specifieke gedragsnormen voor het bestuur respectievelijk de raad van commissarissen *als collectief* ten aanzien van risicobeheersing. De mogelijkheid van individuele leden van deze organen om zich te disculperen voor een tekortkoming in de collectieve taakvervulling terzake wordt later behandeld, in hoofdstuk 9.

7.1.1 BEHOORLIJKE TAAKVERVULLING DOOR HET BESTUUR

Bij risicobeheersing kan globaal een onderscheid worden gemaakt tussen twee belangrijke componenten. In de eerste plaats de risicobeheersingsprocessen: de modellen, procedures en richtlijnen. In de tweede plaats de ‘softe component’, de menselijke factor. Als het gaat om risicostrategie en toezicht op de risicobeheersing binnen de onderneming, is de *human factor* een heel belangrijke component. Risicobeheersing is een gebied met veel principes en open normen en per definitie niet *rule based*. Ethische principes vormen immers geen gesloten systeem. Anders dan op de financiële administratie van een onderneming, kan er geen afvinkmentaliteit op worden losgelaten. In de praktijk blijkt het wezenlijk verschil uit te maken of er binnen een onderneming een afvinkmentaliteit heerst, of dat er meer sprake is van een transparante cultuur.³⁴⁹ In een dergelijke transparante cultuur wordt geaccepteerd dat er beperkingen zijn aan risicobeheersing³⁵⁰ en bevordert dat de juiste kritische vragen worden gesteld door ‘filosoof-koningen’³⁵¹ en anderen binnen de onderneming in het proces van risico-identificatie, risicoanalyse en het schattingsproces, buiten de gebaande paden van de modellen om.

³⁴⁹ Zie ook Oostwouder 2009, p. 12, 35.

³⁵⁰ Zie Stulz 2009, p. 6.

³⁵¹ Cools 2006, p. 127, gebruikte deze term voor wijze, onafhankelijke, kritische personen naar wie de CEO luistert.

Daarbij kunnen eventueel ook externe deskundigen worden geraadpleegd om de openheid van het proces te vergroten. Cools wees er in dit verband op dat goed ondernemingsbestuur gaat om geïnternaliseerd integer gedrag, over transparant verantwoording afleggen over resultaten en risico's als tweede natuur, en niet over het naleven van regeltjes.³⁵² De hiervoor in par. 4.7 genoemde *tone at the top* is één van de belangrijkste drijvende factoren op dit gebied.³⁵³

Veelgenoemd is in dit verband de negatieve invloed die uitgaat van (over)dominant gedrag van bepaalde CEOs, die geen tegenspraak dulden, door Cools wel getypeerd als zonnekoningengedrag.³⁵⁴ In de praktijk blijkt dit wel een belangrijke factor te zijn bij debacles.³⁵⁵ Overigens zijn niet alleen CEOs vatbaar voor het zonnekoningensyndroom. De vraag kan gesteld worden in hoeverre de top performers in de machowereld van de investment bankers en handelaren kritische vragen over risico's en de analyse daarvan toelieten.³⁵⁶ Zo concludeerde Aziz consultants:

*'In the research examining business views on the causes of the financial meltdown, 89 per cent of executives agree that a culture which "encouraged and rewarded the taking of excessive risk" contributed to the current financial crisis, while 83 per cent believe that the failure to understand the risk that many financial institutions were running was fuelled by the "macho" culture of many City firms. According to the research, nearly three-quarters (74 per cent) believe that in the recent boom, any senior executive advocating caution would be regarded as "wimpish" or lacking in competitive drive.'*³⁵⁷

Gecombineerd met de hierna te bespreken in onderzoeken wel gesignaleerde vaktechnische kennisachterstand van sommige bestuurders en commissarissen ten opzichte van deze top performers, is dat een gevaarlijke mix.

Op zichzelf is dergelijk, vanuit governance perspectief onwenselijk, gedrag geen zelfstandige grond voor aansprakelijkheid. In rechtszaken over wanbeleid wordt een dominante positie van een bestuurder soms wel als

³⁵² Cools 2006, p. 62.

³⁵³ Zie ook Marchetti 2005, p. 100-101, 146-149.

³⁵⁴ Cools 2006, p. 41-45, 53-55.

³⁵⁵ Cools 2006, p. 41-45 signaleerde dat bij de door hem onderzochte frauderende bedrijven de CEOs een buitensporige populariteit in het zakenleven en daar buiten hadden.

³⁵⁶ Zie hierover Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 360-361. Ter illustratie: Fleury 2009, waarin Société Général's *rogue trader* Kerviel aangeeft dat hij door zijn superieuren wel werd aangesproken als *'cash-machine'*.

³⁵⁷ Zie Azi 2008. Dit onderzoek is uitgevoerd onder 217 personen werkzaam in het Engelse bedrijfsleven.

³⁵⁸ Zie Hof 's-Hertogenbosch 30 juni 1993, r.o. 4.17.1 en 4.17.2, kenbaar uit HR 13 januari 1995, *NJ* 1995, 482 en HR 21 december 2001, *JOR* 2002/38, r.o. 5.4.3 (*Sobi/Hurks*) en OK 6 augustus 2009, *LJN* BJ4688 (*ASMI*), r.o. 3.11 (vgl. ook 3.1).

gesignaleerde omstandigheid benoemd.³⁵⁸ Maar vanuit aansprakelijkheids-perspectief gezien lijkt dit een moeilijk grijpbaar verschijnsel. Een rechter zal derhalve in een zaak waarin mogelijk sprake is van een verkeerde *tone at the top* zoeken naar duidelijkere aanknopingspunten, die overigens onder omstandigheden wel weer symptomen kunnen zijn van het zonnekoningensyndroom.

In de Engelse jurisprudentie is overigens uitgemaakt dat een goede uitoefening van de taak door *directors* vergt dat zij niet toestaan dat één of meer andere *directors* hen domineren.³⁵⁹ Zie in deze zin ook Rb. Almelo 13 mei 1998, *VN* 1998/32.26, r.o. 8. Het overlaten van verantwoordelijkheid aan dominante collega's van bepaalde zaken bergt het gevaar van aansprakelijkheid in zich, met name indien die collega's weigeren te voldoen aan informatieverzoeken en niet dulden dat zij ter verantwoording worden geroepen.³⁶⁰

In de jurisprudentie zijn verschillende onderdelen van risicobeheersing aan de orde geweest, ook al is die problematiek niet altijd expliciet als zodanig benoemd. In die zaken ging het veeleer om beslissingen in specifieke zaken, zonder dat daar een eenduidige lijn werd uitgezet. Hierna zal worden gefocust op de meest in het oog springende punten voor het bestuur als het gaat om risico's en de beheersing daarvan, die ieder een rol kunnen spelen bij de beoordeling of er sprake is van onbehoorlijke taakvervulling van het bestuur. Ik heb een lijst samengesteld van dertien punten, die nauw aansluiten bij de hiervoor besproken, in de bedrijfskunde ontwikkelde, componenten van risicobeheersing. Aan de hand van de beschikbare Nederlandse jurisprudentie zullen deze onderdelen worden geïllustreerd en gezien wat terzake de gedragsnorm is voor behoorlijk bestuur.³⁶¹ Het gaat om de volgende punten:

- (1) bestuur kiest voor te risicovol beleid;
- (2) bestuur neemt beslissing zonder onderzoek naar mogelijke risico's;
- (3) vennootschap beschikt niet over systemen van risicobeheersing en interne controle of bestuur neemt belangrijke beslissing zonder over systemen te beschikken die daarop zijn berekend;³⁶²

³⁵⁹ Zie *Re Westmid Packing Services Ltd* [1998] 2 BCLC 646 at 653, [1998] BCC 836 at 842, *Re Landhurst Leasing plc* [1999] 1 BCLC 286 at 346, *Re Queens Moat Houses plc* (No 2) [2004] EWHC 1730 (Ch); [2005] 1 BCLC 136 at [26].

³⁶⁰ Keay 2009, p. 191, 204.

³⁶¹ Om te komen tot concrete gedragsnormen op het gebied van risicomanagement meen ik dat het irrelevant is of deze worden ontwikkeld in enquêteprocedures of aansprakelijkheidsprocedures en ik zal beide categorieën in dit onderdeel dan ook door elkaar aanhalen.

³⁶² Totale afwezigheid van risicobeheersingssystemen leidt onder het recht van Delaware tot aansprakelijkheid. Zie ook Bainbridge 2009, p. 24-26, met verwijzingen naar relevante jurisprudentie.

DEEL II

- (4) mogelijke risico's worden wel onderzocht, maar het gewraakte risico wordt niet geconstateerd of onvoldoende materieel geacht;
- (5) keuze voor inadequate risicoreactie;
- (6) er worden geen criteria en richtlijnen opgesteld voor de beheersing van geconstateerde risico's;
- (7) er vindt geen periodieke beoordeling plaats van de feitelijke exposure aan het risico ten opzichte van de gestelde criteria;
- (8) er is geen contingency plan;
- (9) er wordt niet doorgevraagd over, of geen onderzoek ingesteld naar, vermoede incidenten;
- (10) er vindt geen correctie plaats in geval van overschrijding van gestelde criteria en richtlijnen;
- (11) in geval van overschrijding van gestelde criteria en richtlijnen worden deze genegeerd of omgebogen zonder nader onderzoek en beleidsafweging;
- (12) het nalaten medebestuurders en commissarissen te informeren over mogelijke incidenten en *material weaknesses* in systemen van risico-beheersing en interne controle;
- (13) het doen van misleidende publieke mededelingen over risicobeheersing.

Opgemerkt zij nog dat in de praktijk een risicobeheersingsfout zelden alleen komt. Meestal is er sprake van een verzameling fouten en gebeurtenissen die ertoe leiden dat er een bepaald verlies ontstaat. Uiteindelijk zullen rechters deze fouten en omstandigheden in onderlinge samenhang betrekken in hun beoordeling.

1. Bestuur kiest voor te risicovol beleid

De keuze voor een risicovol beleid op zich – mits goed geïnformeerd en gedocumenteerd – is op zichzelf geen onbehoorlijke taakvervulling. Een dergelijke beleidskeuze is een beoordeling waarbij het bestuur een grote mate van (ondernemers)beleidsvrijheid heeft.

Een voorbeeld is de *Laurus*-zaak. Zoals hierna zal worden besproken had de Ondernemingskamer in die kwestie weliswaar zware kritiek op de implementatie van de zogenaamde 'Operatie Groenland', maar niet op de keuze voor die (risicovolle) strategie. Over de strategie werd geoordeeld dat deze in beginsel verantwoord was en dat het businessplan in beginsel op zichzelf niet onhaalbaar was.³⁶³

³⁶³ OK 16 oktober 2003, *JOR* 2003/260 (*Laurus*), r.o. 3.4.

Dat er een bepaalde beleidsvrijheid is, maakt niet dat er volledige vrijheid is voor het bestuur. Ook ten aanzien van de strategiekeuze kan een rechter oordelen dat er sprake is van *ernstige verwijtbaarheid*, zij het dat voor het aansprakelijkheidsoordeel een hoge drempel aangelegd dient te worden.

Een voorbeeld is de *Staleman/Van de Ven*-zaak, waarin het Hof oordeelde dat het gevoerde beleid een *ernstig verwijt* in de zin van art. 2:9 BW opleverde.³⁶⁴ Zo meende het Hof dat het niet van goed koopmanschap getuigde indien langlopende verbintenissen met een vast, vrij laag rentepercentage worden afgedekt door korte of middellange kredieten met variabele en hogere rente en er werd gesproken over ‘windhandel’, nu het ene gat met het andere gat werd gedicht.

In de Fortis-enquête speelt de vraag of de aankoop van (een belang in) ABN Amro voor Fortis te risicovol was, gezien de benodigde financiering. Dit wordt thans door de enquêteurs onderzocht.³⁶⁵

Naar mijn mening zullen in dit verband onder meer de aard van de onderneming, het doel van de vennootschap, de aard van de activiteiten van de onderneming, statuten en overige interne richtlijnen, en niet in de laatste plaats de (gecommuniceerde) *risk appetite* van belang zijn.³⁶⁶

Een preliminaire vraag ten aanzien van de *risk appetite* is of er grenzen zijn aan de keuze voor een *risk appetite*. Binnen de grenzen van wat geoorloofd is op basis van wet- en regelgeving, statuten en overige interne richtlijnen, is het bestuur in principe vrij om de *risk appetite* te bepalen. Zo zou een *risk appetite* geen uitdrukking mogen zijn van strafbare feiten, gedrag dat onrechtmatig is jegens derden of in strijd is met voor dat type onderneming geldende eisen, zoals solvabiliteitseisen die in wet- en regelgeving worden gesteld voor banken. Voor het overige is het bestuur daar vrij in; een bestuur kan dus voor een grote *risk appetite* kiezen.

De *risk appetite* kan binnen het geheel van relevante omstandigheden als één van de toetsstenen dienen voor de beoordeling van bestuurlijk gedrag; deze kan immers gezien worden als de grondslag van het risicobeheersingssysteem. In par. 4.2 is als voorbeeld aangehaald het verschil in *risk appetite* van een hedgefonds en een pensioenfonds. In het licht van de toepasselijke *risk appetite* van die fondsen kan een bepaalde agressieve beleggingsstrategie voor het hedgefonds binnen de *risk appetite* vallen, terwijl dit voor het pensioenfonds daarbuiten valt. Dat kan aanleiding zijn om te oordelen dat de

³⁶⁴ Kenbaar uit HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360, r.o. 10 jo. 14-19.

³⁶⁵ OK 24 november 2008, *JOR* 2009/9, r.o. 3.15, 3.10 en 3.2.

³⁶⁶ Zie ook HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360, r.o. 3.31.

keuze voor die beleggingsstrategie door het bestuur van het pensioenfonds onbehoorlijke taakvervulling is.

Gezien de gesignaleerde voorkeur van rechters om te toetsen aan concrete – bij voorkeur kwantificeerbare – interne richtlijnen, verdient het formuleren van de *risk appetite* bijzondere aandacht. Nu de *risk appetite* een rol kan spelen bij de beoordeling van de behoorlijkheid van de taakvervulling van het bestuur, is het van belang dat de *risk appetite* uiting geeft van een verantwoorde, realistische risicobereidheid, die past bij de feitelijke situatie van en mogelijkheden binnen de onderneming, in plaats van dat deze een puur aspirationeel doel aangeeft. Het gaat om een *risk appetite* die de onderneming kan waarmaken, niet om het formuleren van ambities van het bestuur. Een belangrijk toezichts-aandachtspunt voor de raad van commissarissen zal derhalve zijn of de *risk appetite* verantwoord is in de zin dat deze daadwerkelijk in overeenstemming is met de mogelijkheden van de onderneming, en niet slechts met de perceptie die het bestuur daarvan heeft.

Dit kan duidelijk worden geïllustreerd aan de hand van een *risk appetite* die is geformuleerd als het aantal werknemers dat jaarlijks verwondingen oploopt tijdens het arbeidsproces. Indien er per jaar gemiddeld 100 werknemers gewond raken, dan is de formulering van een *risk appetite* van vijf gewonde werknemers per jaar bij gelijkblijvende veiligheidsmaatregelen puur aspirationeel – niet realistisch. Een verantwoorde formulering van de *risk appetite* vergt dat deze zijn grondslag vindt in de realiteit.

Indien de *risk appetite* publiekelijk wordt gecommuniceerd kan deze ook een bepaalde mate van derdenwerking hebben. Dit schetst het dilemma dat als een bedrijf een *risk appetite* formuleert en communiceert, het bedrijf – en zijn bestuurders en commissarissen – daarop afgerekend kan worden. Voorzichtigheid is daarbij derhalve geboden. Zie daarover ook par. 3.4. De positieve keerzijde daarvan is dat gezegd kan worden dat er bij derden die handelen met de onderneming of bij toetredende aandeelhouders die bekend zijn met de *risk appetite* van die onderneming ten aanzien van bepaalde activiteiten, sprake is van risicoaanvaarding terzake. In dat geval zou dat een rechtvaardigingsgrond zijn die de onbehoorlijkheid of onrechtmatigheid van het gedrag van de bestuurders wegneemt.³⁶⁷

Voor zover er geen expliciete *risk appetite* is geformuleerd, kan het globale risicoprofiel mogelijk ook worden afgeleid van de aard van de onderneming en clientèle. In het *Staleman/Van de Ven*-arrest werden de aard van de door de vennootschap uitgeoefende activiteiten en de daaruit voortvloei-

³⁶⁷ Zie over risicoaanvaarding bij onrechtmatige daad: Bloembergen 1990, p. 100-147.

ende risico's genoemd als relevante omstandigheden voor de vaststelling van *ernstige verwijtbaarheid*.³⁶⁸

Illustratief is in dit verband de overweging van de Ondernemingskamer in de beschikking waarin zij tot wanbeleid oordeelde bij *Vie d'Or*.³⁶⁹

'Onderzoekers zijn van oordeel dat bij de beoordeling van het beleid en de gang van zaken van Vie d'Or een zwaar accent dient te worden gelegd op het feit, dat het ging om een verzekeringsmaatschappij. De veelal lange periode, waarvoor verzekeringsovereenkomsten plegen te worden afgesloten in verband met de aan het verzekeringsbedrijf inherente onzekerheden, vergt een zeer zorgvuldige, op zekerheid en betrouwbaarheid, gerichte bedrijfsvoering. De omstandigheid dat Vie d'Or's cliënten in hoofdzaak particulieren waren waarvan een deel bovendien met Vie d'Or verzekeringen had afgesloten met het oog op hun oudedags-voorziening, geeft aan deze vereisten nog een extra dimensie.

Dit uitgangspunt is juist en maakt de Ondernemingskamer tot het hare.'

Het kan echter een lastige taak te zijn om op deze manier het risicoprofiel van een onderneming af te leiden. Neem bijvoorbeeld KPN. Bij de privatisering werd KPN gepositioneerd als een solide, stabiel bedrijf – een volksaandeel. Door een reeks overnames wijzigde het risicoprofiel echter. Uiteindelijk ontsnapte het bedrijf ternauwernood aan een faillissement. Of Enron, dat zich van een *low profile* nutsbedrijf tot het grootste handelshuis in energie(derivaten) op de Amerikaanse markt ontwikkelde.³⁷⁰ Het risicoprofiel van een onderneming kan wijziging ondergaan, zonder dat dit expliciet wordt medegedeeld aan de markt.

2. Bestuur neemt beslissing zonder onderzoek naar mogelijke risico's

Hiervoor is weergegeven dat voor rechters een belangrijke toets is of de besluitvorming rond belangrijke onderwerpen afdoende zorgvuldig is verlopen. Daaronder wordt onder meer begrepen of bestuurders zich afdoende hebben laten informeren en desnoods verder onderzoek hebben ingesteld ter voorbereiding van de besluitvorming. Indien de keuze van het bestuur over een strategie of andere materiële kwestie is genomen zonder enig of adequaat onderzoek naar mogelijke risico's en de waarschijnlijkheid en effecten daarvan, kan onder omstandigheden sprake zijn van bewust roekeloos handelen.³⁷¹ Een en ander zal afhangen van omstandigheden als het belang van

³⁶⁸ HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360, r.o. 3.2.1. Zie ook Assink 2007, p. 548.

³⁶⁹ OK 9 juli 1998, *JOR* 1998/122 (*Vie d'Or*), r.o. 6.1.4. Zie ook 6.4.4.

³⁷⁰ Zie hierover Rapp 2009, p. 190-194.

³⁷¹ Vgl. Assink 2007, p. 525.

de genomen beslissing, of er reeds ervaring of routine was met soortgelijke beslissingen binnen het bestuur, de aard en waarneembaarheid van de gelopen risico's en de tijdspanne waarin de beslissing genomen moest worden. Zie over proceszorgvuldigheid bij besluitvorming ook hiervoor par. 5.2.

De mate van geïnformeerdheid en de in acht genomen afgewogenheid bij het nemen van belangrijke bestuursbeslissingen wordt in de jurisprudentie in allerlei contexten – zoals bij de keuze voor een strategie of het doen van een overname – relevant geacht.³⁷² Illustratief zijn in dit verband ook de voorbeelden van onbehoorlijk bestuur die in de wetsgeschiedenis van de Tweede en Derde Misbruikwetgeving worden aangehaald: het zich niet tevoren vergewissen van de (financiële) betrouwbaarheid van contractspartners,³⁷³ het zich in belangrijke transacties niet voorzien van voldoende deskundige voorlichting en bijstand,³⁷⁴ het nemen van beslissingen met vergaande financiële consequenties zonder behoorlijke voorbereiding³⁷⁵ en risicoanalyse³⁷⁶ en het onvoldoende verifiëren van voor het welslagen van transacties wezenlijke voorwaarden.³⁷⁷

Bij gebreke van een geïnformeerde voorbereiding kan het zo zijn dat de waarschijnlijkheid of mogelijkheid wordt aanvaard dat schade wordt veroorzaakt door het handelen, doordat bepaalde voor de hand liggende risico's zich zullen verwezenlijken en een grote financiële impact kunnen hebben.

De Rechtbank Utrecht nam aan dat een dergelijke situatie zich voordeed in de *Ceteco*-zaak:³⁷⁸

*'Er is in deze zaak dan ook geen sprake van een beleidskeuze op basis van een verkeerde inschatting van ondernemingsrisico's, maar van een beleidskeuze waarbij in het geheel geen acht is geslagen op de daaraan voor de organisatie verbonden risico's. Hiermee is aan de bestuurders een voldoende ernstig verwijt te maken en hebben zij hun taak jegens Ceteco N.V. kennelijk onbehoorlijk vervuld.'*³⁷⁹ (onderstr. toegev.).

³⁷² Zie onder meer OK 21 januari 2002, *JOR* 2002/28 (*HBG*).

³⁷³ *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 9, p. 20, *Kamerstukken II* 29 augustus 1985, 16 631, p. 6337.

³⁷⁴ *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 9, p. 20.

³⁷⁵ *Kamerstukken II* 29 augustus 1985, 16 631, p. 6337, *Kamerstukken II* 1983/84, 16 530, nr. 12, p. 17.

³⁷⁶ *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 6, p. 34.

³⁷⁷ *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 9, p. 20.

³⁷⁸ Zie voor een beschrijving van het *Ceteco*-vonnis ook Wouters 2009, p. 179-207.

³⁷⁹ Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10 (*Ceteco*), r.o. 5.105. Zie ook r.o. 5.107, 5.108 ten aanzien van de commissarissen, waar hen een ernstig verwijt wordt gemaakt door zonder enig ander onderzoek in te stemmen met de expansie.

Een nader onderzoek is overigens niet altijd vereist.³⁸⁰ De vereisten die aan het instellen van een onderzoek en de omvang van een eventueel onderzoek mogen worden verlangd zullen ook afhangen van de omstandigheden van het geval.³⁸¹

Vgl. ook het arrest van de Hoge Raad inzake *Baas/Hanford Feeds*, over een zaak waarin een bestuurder was aangesproken door een crediteur van de vennootschap op grond van onrechtmatige daad in verband met handel van met een giftige stof vervuilde grondstof voor veevoeder.³⁸² Uit dit arrest is af te leiden dat het nalaten van een nader onderzoek niet onder alle omstandigheden als verwijtbaar kan worden aangemerkt.

*3. Vennootschap beschikt niet over systemen van risicobeheersing en interne controle of bestuur neemt belangrijke beslissing zonder over systemen te beschikken die daarop zijn berekend*³⁸³

Als risicobeheersingssystemen afwezig zijn bij een beursgenoteerde onderneming, dan is een fundamentele *best practice* bepaling II.1.3 – en in geval van banken de voorschriften van art. 20 Bpr – geschonden. In het algemeen kan de algehele afwezigheid van – of aanwezigheid van gebrekkige – risicobeheersingssystemen (daaronder begrepen interne controlesystemen) leiden tot de conclusie dat er sprake is van onbehoorlijke taakvervulling.³⁸⁴ Uiteraard zal alleen indien vervolgens een bepaald niet (effectief) beheerst risico zich realiseert, de aansprakelijkheidsvraag aan de orde komen; alleen dan wordt er schade geleden.³⁸⁵

In het algemeen zou gezegd kunnen worden dat ook vennootschappen waarop de Nederlandse Corporate Governance Code niet van toepassing is, een vorm van risicobeheersing dienen in te stellen.

De afwezigheid van een (adequaat) risicobeheersingssysteem is de meest verstrekende systeemfout. Bij de beoordeling over verantwoordelijkheid voor een systeemfout dient eerst te worden vastgesteld welke fout er in het systeem zit en op welk niveau binnen de onderneming. Vervolgens dient te worden bezien of de bestuurder bekend was met de systeemfout. Aanwijzingen voor bekendheid daarmee kunnen vormen een management

³⁸⁰ Vgl. voor commissarissen: Hof 's-Gravenhage 6 april 1999, *JOR* 1999/142 (*Verto*), r.o. 18 en 23.

³⁸¹ Vgl. hiervoor par. 5.2 over wanneer een bestuurder zou moet overschakelen van *system 1 thinking* op *system 2 thinking*.

³⁸² HR 6 oktober 1995, *NJ* 1996, 106 (*Baas/Hanford Feeds*), r.o. 3.6.

³⁸³ Totale afwezigheid van risicobeheersingssystemen leidt onder het recht van Delaware tot aansprakelijkheid. Zie ook Bainbridge 2009, p. 24-26, met verwijzingen naar relevante jurisprudentie.

letter van de accountant waarin bepaalde oordelen ter zake van het risicobeheersingssysteem worden vermeld,³⁸⁶ of de door DNB volgens FIRM gegeven kwalificatie van ‘*weakness*’.³⁸⁷ Indien dat het geval was, dient te worden onderzocht welke beslissing de bestuurder heeft genomen op basis van die kennis, waarbij ook nog sprake kan zijn van een beoordelingsfout.³⁸⁸

De vereisten die per onderneming aan een dergelijk systeem mogen worden gesteld zullen afhangen van de aard, omvang, complexiteit en levensfase van de onderneming, gebruiken binnen de branche en de aard van de gelopen risico’s.³⁸⁹ Kleine ondernemingen hebben veel van de voor grote onderneming benodigde onderdelen van controlesystemen niet nodig.³⁹⁰ Bovendien kan het nut van bepaalde controlesystemen afhankelijk zijn van de levensfase van de onderneming.³⁹¹ Het bestuur van een kleinere start-up onderneming heeft vaak betere kennis en uit eerste hand van wat er op de ‘werkvloer’ gebeurt, zonder dat daarvoor formele rapportagestructuren nodig zijn. Maar zelfs van vrij eenvoudige, kleine ondernemingen kan verwacht worden dat er bijvoorbeeld een beperking aan procuraties wordt gesteld en verkoop-, betalings- en controleactiviteiten gescheiden worden.³⁹² Ook dat is een (simpele) vorm van risicobeheersing.

Het bestuur kan ter zake van de opzet en de mate van gedetailleerdheid van het systeem een belangenafweging maken. Een belangrijke afweging zal daarbij de kosten-batenanalyse zijn en het effect van het instellen van een systeem op de innovatieve kracht binnen de onderneming doordat het de flexibiliteit van werknemers beperkt.³⁹³ Nu het hier gaat om een beslissing

³⁸⁴ In dezelfde zin Bier 2005, p. 544. Vgl. Assink 2007, p. 519, 554, niet specifiek over systemen, maar over een zorgplicht van het bestuur om er op adequate wijze zorg voor te dragen dat hij tijdig van juiste en toereikende informatie wordt voorzien over de gang van zaken binnen de vennootschap.

³⁸⁵ Strik 2007b.

³⁸⁶ Zie *best practice* bepaling V.4.3 onder C waarin een aantal onderwerpen ter zake van de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen wordt aangegeven terzake waarvan de accountant issues onder de aandacht van het bestuur en de raad van commissarissen kan brengen.

³⁸⁷ Een positieve beoordeling door de DNB volgens FIRM hoeft overigens niet zonder meer tot een succesvol disculpatieberoep te leiden. De primaire verantwoordelijkheid voor de systemen blijft immers bij het bestuur en de raad van commissarissen rusten.

³⁸⁸ Volgens de *business judgment rule* van de Amerikaanse staat Delaware zou het oordeel van de *board* dat het risicobeheersingssysteem adequaat is, in principe niet getoetst behoeven te worden door de rechter. Zie hierover ook Bainbridge 2009, p. 25.

³⁸⁹ Zie hiervoor in par. 5.2 waarin wordt gewezen op het verschil in eisen die zouden mogen worden gesteld aan de beheersing van onderscheidende soorten risico’s.

³⁹⁰ Zie ook Marchetti 2005, p. 138-139 en Loader 2002, p. x.

³⁹¹ Zie hierover Simons 1995, p. 127-128.

³⁹² Vgl. Loader 2002, p. 52, 64 en Simons 1995, p. 127.

³⁹³ Zie ook Cools 2006, p. 95-117, Stulz 2009, p. 18 en Stulz 2009, p. 6.

in de categorie beoordelingen, heeft het bestuur terzake een zekere beleidsvrijheid. Van belang is dat ook deze beslissing zorgvuldig wordt voorbereid.

Indien de bestuurder geen specifieke kennis had van de systeemfout, dient te worden beoordeeld of de bestuurder bekend behoorde te zijn met de systeemfout; of de systeemfout aan hem kan worden toegerekend, ondanks de afwezigheid van kennis daarvan. Waren er waarschuwingssignalen bekend aan de bestuurder dat het systeem niet effectief was? Te denken valt aan incidenten die zich hebben voorgedaan binnen de onderneming waarbij het bestuur voor verrassingen kwam te staan omdat de waarschijnlijkheid en effecten van bepaalde risico's onvoldoende waren onderkend, waaruit was af te leiden dat de gehanteerde risicoanalysemodellen niet adequaat waren.

Indien de bestuurder noch beschikte, noch behoorde te beschikken over kennis over de systeemfout, is er geen sprake van een toerekenbare onbehoorlijke taakvervulling.

Er zijn talrijke uitspraken die handelen over de afwezigheid van boekhouding of de aanwezigheid van materiële tekortkomingen daarin. Dat is een onderdeel van het financiële risicobeheersingsproces.

Een voorbeeld hiervan is de *ATR*-zaak:

*'De vaststellingen [...] leiden de Ondernemingskamer tot het oordeel dat bij het besturen van de ATR-vennootschappen elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap niet in acht zijn genomen, ook al bevinden de geconstateerde tekortkomingen zich uitsluitend [...] op het organisatorisch formele vlak. In zoverre is dan ook sprake geweest van wanbeleid.'*³⁹⁴

Een ander voorbeeld is de *Vie d'Or*-zaak:

'Vie d'Or heeft haar administratieve organisatie niet ingericht op de aard van de onderneming, het verzekeringsbedrijf, op het – in verhouding tot de omvang van het bedrijf – zeer hoge aantal van 132 soorten door haar gevoerde verzekeringsproducten, op de omvang van de productie en op de relaties met tussenpersonen, de 'Assurantie Collegiums' en andere met Vie d'Or – en vaak tevens met Maes – gelieerde derden. De administratieve organisatie en interne controle voldeden daardoor niet aan de daaraan te stellen eisen, waardoor de rechten en verplichtingen onvolledig of te laat werden vastgelegd en het inzicht in de vermogenspositie en de resultaten werd vertroebeld. [...]

*Door het een en ander was de feitelijke grondslag voor het te voeren beleid wankel en ontbraken veelal heldere gegevens. Daardoor konden ook geschillen over die rechten en verplichtingen met derden ontstaan respectievelijk konden afwijkende standpunten van derden moeilijker worden weerlegd. [...]*³⁹⁵ (onderstr. toegev.).

³⁹⁴ OK 10 juni 2008, *JOR* 2008/229 (*ATR*), r.o. 3.16.

³⁹⁵ OK 9 juli 1998, *JOR* 1998/122 (*Vie d'Or*), r.o. 6.3.12.

Overigens is niet iedere vorm van gebrekkige interne systemen aanleiding om daaraan de conclusie wanbeleid te verbinden, getuige bijvoorbeeld de overwegingen van de Ondernemingskamer in de CBR-enquêteprocedure:

‘Dit een en ander, door EOC niet bestreden, houdt naar het oordeel van de Ondernemingskamer in dat aan EOC kan worden toegegeven dat er gedurende enige tijd tekortkomingen waren in de administratieve organisatie en interne controle van CBR, doch dat daaraan niet de door EOC voorgestane gevolgen kunnen worden verbonden. Gelet op de aard en de omvang van de tekortkomingen alsmede gelet op de wijze waarop het bestuur van CBR de in 2003 gebleken problemen het hoofd heeft geboden (en nog afgezien van het feit dat de geconstateerde tekortkomingen buiten de thans aan de orde zijnde periode van onderzoek liggen), is in de gang van zaken op dit vlak geen aanknopingspunt te vinden voor het oordeel dat bij CBR sprake is geweest van wanbeleid.’³⁹⁶

Ten aanzien van de kwaliteit en werking van die systemen past een actieve en alerte opstelling van het bestuur, waarbij die systemen dienen te worden aangepast als de organisatie groeit of anderszins wijzigingen ondergaat.³⁹⁷ In dit verband strekt het tot aanbeveling om periodiek de werking en de opzet van systemen van risicobeheersing en interne controle te onderzoeken en externe deskundigen, zoals accountants of risicobeheersingsconsultants, dit te laten beoordelen. In een situatie van groei van de organisatie past extra alertheid: organische groei van een organisatie kan ertoe leiden dat de aanwezige systemen niet meer voldoen gezien de vergrote of meer gediversificeerde schaal van de activiteiten.

Dit speelde in *Vie d’Or*:

‘Vie d’Or koos voor scherpe premies en zeer hoge provisies om snel in de markt te kunnen doordringen. Zij had daarmee veel succes. Zij was echter niet opgewassen tegen de daarmee veroorzaakte structurele verliessituatie. Bovendien had zij haar administratie niet op het beoogde succes en de daarmee samenhangende groei afgestemd.’³⁹⁸ (onderstr. toegev.).

Daarnaast vergt de situatie waarin de vennootschap op overnamepad is bijzondere aandacht. Allereerst gaat het dan om de kwaliteit van de eigen systemen van de vennootschap – heeft het bestuur onderzocht of die systemen wel een acquisitie aankunnen?

³⁹⁶ OK 20 juni 2007, *JOR* 2007/203 (*OKEOC Management/Cordial Beheer*), r.o. 3.5.

³⁹⁷ In dezelfde zin: Bier 2005, p. 544. Zie ook Loader 2002, p. 87.

³⁹⁸ OK 9 juli 1998, *JOR* 1998/122 (*Vie d’Or*), r.o. 6.4.3.

In de *Ceteco*-zaak speelde specifiek dat er sprake was van zodanige ernstige systeemfouten dat de interne systemen niet op orde waren, terwijl vervolgens een expansiestrategie werd gevolgd:

*‘De rechtbank overweegt dat zij het de bestuurders en commissarissen niet verwijt dat er problemen bestonden op het gebied van de AO/IC en IT. In deze zaak gaat het om de beantwoording van de vraag of de staat van de AO/IC en IT, gezien in samenhang met alle andere relevante omstandigheden, voor een redelijk handelend bestuurder of toezichthouder aanleiding behoorde te zijn een nader onderzoek in te stellen naar de vraag of het ambitieuze expansiebeleid kon worden voortgezet. Voor de beantwoording van deze vraag gaat het met name om de feitelijke staat waarin de AO/IC en IT verkeerde en die voor bestuurders en commissarissen kenbaar was of althans behoorde te zijn. Daarbij is in mindere mate van belang of de accountants een goedkeurende verklaring hebben afgegeven.’*³⁹⁹

In de tweede plaats gaat het om de kwaliteit van de systemen bij de targetvennootschap. Wat is de kwaliteit van de systemen, in hoeverre kan de in het kader van het due diligence onderzoek over de targetvennootschap verkregen informatie als betrouwbaar worden beschouwd in het licht van die kwaliteit?

Ten slotte is ook een belangrijk aandachtspunt de wijze waarop de systemen van de targetvennootschap en de overnemende vennootschap na de overname mogelijk geïntegreerd en op elkaar afgestemd kunnen worden.⁴⁰⁰ Hoewel in zo’n situatie niet meteen wordt verwacht dat de onderneming direct na de verwerving in *full control* is, is er wel een bepaalde ondergrens.

Een dergelijke situatie was aan de orde bij Ahold, in het licht van haar expansiestrategie:

‘3.40. Waar Ahold bedoeld heeft te stellen dat het bij een “stofkamoperatie” als de onderhavige niet kan verbazen dat er de nodige ongerechtigheden boven water komen kan zij in die stelling op zichzelf worden gevolgd. Daarmee is echter nog niet gezegd dat de zeer aanzienlijke aantallen tekortkomingen en onregelmatigheden die bij de onderzoeken zijn gebleken geen aanleiding geven te twifelen aan een juist beleid van Ahold met betrekking tot het toezicht op haar werkmaatschappijen. [...] Van belang acht de Ondernemingskamer in dit verband de omstandigheid dat Ahold vanaf 1988 – met name als gevolg van

³⁹⁹ Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10 (*Ceteco*), r.o. 5.74. Vgl. ook r.o. 5.34, ook ten aanzien van de commissarissen.

⁴⁰⁰ Bier 2005, p. 544, refereert aan de integratieproblematiek die zich kan voordoen na een overname.

de overname van ondernemingen en het aangaan van joint ventures – een onstuimig te noemen groei heeft doorgemaakt. [...] Een zodanige (explosieve) groei vereist maatregelen die een goed beheer door de moedervernootschap van de nieuw verworven ondernemingen waarborgen. Het gaat dan met name ook om de wijze waarop het management van de werkmaatschappijen aan de moedervernootschap rapporteert over de inrichting en de werking van de interne controle binnen hun onderscheiden ondernemingen. [...] Dat door Ahold (tijdig) maatregelen zijn getroffen als hiervoor bedoeld heeft de Ondernemingskamer uit de stellingen van Ahold noch de door haar overgelegde stukken kunnen opmaken. [...] Een en ander, beschouwd in samenhang met hetgeen uit de onderzoeken is gebleken, maakt dat er naar het oordeel van de Ondernemingskamer gegronde redenen zijn te twijfelen aan een juist beleid van Ahold op het vlak van het toezicht op haar werkmaatschappijen, voorzover betrekking hebbend op de inrichting en de werking van de interne controle van de werkmaatschappijen en de rapportering daarover aan Ahold. [...]’⁴⁰¹ (onderstr. toegev.).

Dit kwam ook aan de orde in de Ceteco-zaak:

‘[...] [er] kan [...] echter geen twijfel over bestaan dat iedere redelijk denkend bestuurder van een internationaal opererende beursgenoteerde onderneming in de gegeven omstandigheden medio 1997 een onderzoek had behoren in te stellen naar de vraag of de omvang van de organisatie nog wel in overeenstemming was met de kwaliteit van de onderliggende processen. Hieruit volgt dat een redelijk denkend bestuurder in ieder geval in augustus 1997 wist of had behoren te weten dat de omvang van de onderneming te groot was geworden ten opzichte van de kwaliteit van de onderliggende processen en daarmee feitelijk onbestuurbaar was geworden. [...]’⁴⁰² (onderstr. toegev.).

Relevant is nog de vraag in hoeverre bestuurders zich voor de werking van risicobeheersings- en interne controlesystemen mogen verlaten op werknemers en adviseurs.⁴⁰³

In de zaak *Ontvanger/R.* overwoog het hof dat voorzover de bestuurder zich erop beriep dat hij zich in verband met zijn onwetendheid over administratieve zaken volkomen heeft verlaten op adviseurs, die zijn vertrouwen hebben beschaamd, gold dat hij in beginsel als bestuurder verantwoordelijk is voor de keuze van deze adviseurs.⁴⁰⁴ Deze overweging is niet getoetst in cassatie.

⁴⁰¹ OK 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 (*Ahold*).

⁴⁰² Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10 (*Ceteco*), r.o. 5.99.

⁴⁰³ Zie over deze thematiek Mussche 2008 en Strik 2007b, p. 332. Zie over *reliance* onder Engels recht: Keay 2009, p. 200-205, 214-215.

⁴⁰⁴ Kenbaar uit HR 16 maart 2007, *NJ* 2007, 164, r.o. 4.7.1.

Vgl. ook Hof Amsterdam inzake *Barbertje/Laane*,⁴⁰⁵ dat overwoog dat bestuurders aansprakelijk zijn voor handelen van een gevolmachtigde voor het namens de vennootschap afsluiten van een onbetaald gebleven verplichting:

‘a). indien zij op de hoogte waren of behoorden te zijn van de bestellingen bij DM, zonder dat er voldoende uitzicht bestond dat V&M de facturen zou kunnen voldoen, of

b). indien zij de omvang van de bestellingen niet kenden maar zij Blesing en Slootheer de gelegenheid hebben gegeven deze bestellingen namens V&M bij DM te doen, zonder dat daarop het toezicht werd gehouden dat minimaal van een bestuurder kan worden verlangd met de daarbij toe te passen controle- en correctiemaatregelen.’

4. Mogelijke risico's worden wel onderzocht, maar het gewraakte risico wordt niet geconstateerd of onvoldoende materieel geacht

In deze categorie valt een aantal verschillende fouten. Het kan allereerst gaan om een gebeurtenis waarvan op basis van historische informatie niemand het voor mogelijk had gehouden dat deze zich zou voordoen; onbekende risico's, ook wel *black swans* genoemd. Deze term vindt zijn herkomst in het verschijnsel dat in het zeventiende eeuwse Europa algemeen werd aangenomen dat alle zwanen wit waren. Totdat in de achttiende eeuw een zwarte zwaan werd ontdekt in Australië...⁴⁰⁶ In zijn bestseller ‘*The Black Swan*’ omschrijft Taleb een *black swan* als een moeilijk te voorspellen, zeldzame gebeurtenis met extreem grote effecten, die buiten het normale verwachtingskader valt.⁴⁰⁷ Voorbeelden van *black swans* zijn de aanslagen van 11 september en de uitvinding van internet.⁴⁰⁸ Taleb betoogt dat het in de aard van de mens ligt om *nadat* dit soort gebeurtenissen hebben plaatsgevonden, deze te verklaren, opdat ze begrijpelijk en voorspelbaar worden.

Naar mijn mening zou er bij pure gevallen van *black swans* – realisatie van risico's in de categorie ‘*unknown unknowns*’⁴⁰⁹ – in principe geen sprake moeten zijn van onbehoorlijke taakvervulling met betrekking tot de omstandigheid dat deze risico's niet zijn geïdentificeerd. Waar het wel om zal gaan is de reactie van de onderneming op het zich voordoen van een dergelijke *black swan*. In algemene zin zou goed bestuurderschap vergen dat er algemene noodscenario's worden ontwikkeld binnen de onderneming voor *low probability, high impact events* en dat daarvoor een bepaalde veiligheidskapitaalbuffer wordt aangehouden.⁴¹⁰

⁴⁰⁵ Hof Amsterdam 12 juli 2000, *JOR* 2001/175, r.o. 4.7.

⁴⁰⁶ Taleb 2007, p. xvii.

⁴⁰⁷ Taleb 2007, p. xvii, xviii.

⁴⁰⁸ Taleb 2007, p. xix.

⁴⁰⁹ Zie over *unknown unknowns* ook Beck 2009, p. 127.

⁴¹⁰ Vgl. Stulz 2009, p. 6-7, die dit *sustainable risk management* noemt. Zie ook Stulz 2008, p. 14, 23.

Een andere categorie vormen de ‘*unknown knowns*’ - risico’s die wel bekend zijn, maar niet bekend bij diegenen die de risicoanalyse uitvoeren of naar aanleiding daarvan daarover besluiten.⁴¹¹ Daarbij kan het overigens zo zijn dat die risico’s wel ergens binnen de organisatie bekend zijn, maar niet bij het bestuur.⁴¹² In de onderneming bekende risico’s kunnen worden uitgesloten van de risicoanalyse door een fout in de organisatie.⁴¹³ Risico-identificatie vindt met name plaats op basis van input van personeel. Veelal geschiedt dat doordat risicogegevens ‘*bottum up*’ worden verzameld, vanuit de businessunits, naar het hogere management totdat de geaggregeerde informatie uiteindelijk het bestuur bereikt.⁴¹⁴ Deze informatie is niet alleen geaggregeerd, maar ook gefilterd, waardoor zogenaamde inventarisatiefouten kunnen optreden.⁴¹⁵ Dat filteren kan op verschillende manieren plaatsvinden. Allereerst kan het zo zijn dat de personen werkzaam in de verschillende businessunits zelf een filter toepassen, door bepaalde hen bekende risico’s niet te melden. Achterliggende redenen kunnen zijn een verkeerde schatting van waarschijnlijkheid en verwachte gevolgen van het risico, maar ook meer opportunistische redenen. Denkbaar is dat het identificeren van een bepaald risico allerlei werk met zich zal brengen in het kader van de kwantificering of beheersing daarvan; werk waarop het lagere personeel mogelijk niet zit te wachten. Of dat managers slecht nieuws achterhouden in de hoop dat het nog wel goed komt.⁴¹⁶ Opgetekend uit de mond van Leeson, de *rogue trader* bij Barings:

*‘But when things start to go wrong, you hide your losses and blithely try to carry on in the hope that you can recoup them. You can’t tell your colleagues that you’ve lost money – the macho ethics of the trading desk do not tolerate admissions of failure. You certainly can’t tell your wife that your high-end life is at an end.’*⁴¹⁷

Daarnaast zou het identificeren van een risico met een grote impact wel eens kunnen leiden tot de beslissing van hoger management om een activiteit te beëindigen. Binnen het risicobeheersingsvakgebied wordt daarvoor wel het voorbeeld gebruikt van iemand die met een gebogen hoofd op de rails loopt en centen opraapt die op de rails liggen, zonder dat hij oog heeft voor de

⁴¹¹ Stulz 2009, p. 3-6 refereert aan het over het hoofd zien van respectievelijk ‘*knowable risks*’ en ‘*concealed risks*’.

⁴¹² Zie hierover Stulz 2008, p. 12 en Stulz 2009, p. 5-6.

⁴¹³ Zie Hubbard 2009, p. 47, 191-195.

⁴¹⁴ Zie bijv. Claes 2008, p. 67-69.

⁴¹⁵ Zie hierover Claes 2008, p. 145.

⁴¹⁶ Zie ook Cools 2006, p. 99.

⁴¹⁷ Leeson 2008.

sneltrein die in volle vaart op hem afkomt. Op de korte termijn levert zijn activiteit een bescheiden winst op, maar die weegt evident niet op tegen het hem tegemoetkomende risico met grote schadelijke gevolgen. Dit soort situaties zijn bijvoorbeeld denkbaar bij hedgefondsen die zeer kleine marges maken op arbitragehandel, maar daarbij ook zeer grote risico's lopen. Het informeren omtrent geïdentificeerde risico's zou er wel eens toe kunnen leiden dat hoger management kleine koninkrijkjes binnen de onderneming afbreekt. Om die reden kunnen dergelijke risico's door het lagere niveau wel worden verzwegen. Dit soort informatiefiltering kan ook op hoger niveau binnen de organisatie plaatsvinden, zelfs op het niveau van het bestuur. Dan is de raad van commissarissen de laatste controlepost, waarbij deze zich voldoende gewapend dient te hebben met kennis en gezag om de bestuurders – die veelal terzake over meer kennis beschikken – adequaat tegenspel te bieden.

Andere risico's die gewoonweg over het hoofd worden gezien zijn bijvoorbeeld risico's die van andere aard zijn dan de risico's die normaliter samenhangen met een bepaalde activiteit, risico's die verband houden met hedge strategieën ter beheersing van bepaalde andere reeds geïdentificeerde risico's en het effect op de marktwaarde van goederen indien de markt wordt gedomineerd door een aantal grote spelers.⁴¹⁸ Een ander bekend verschijnsel is dat bepaalde risico's die een waarschijnlijkheid hebben van eenmaal in de 100 of 500 jaar, niet mee worden meegenomen in bepaalde risicoanalysemodellen, omdat deze als te onwaarschijnlijk worden geacht om mee te nemen in een betrouwbare risicoanalyse. Op zich werken de modellen wel goed, alleen dat soort extreme scenario's worden niet meegenomen. Op een lager niveau binnen de organisatie vindt dan reeds een risicoselectie plaats, zonder dat dergelijke keuzes expliciet aan hoger management worden medegedeeld. Toepassingen van gehanteerde modellen door bepaalde banken mankeerden een dergelijk euvel, terwijl deze modellen als *best practice* werden beschouwd. Daarop zal hierna in par. 8.2 worden ingegaan. In onderzoeken naar de oorzaken van de financiële crisis werdesignaleerd dat er onvoldoende aandacht werd besteed aan de ontwikkeling van stresstesten en de resultaten daarvan. Het OECD-rapport zegt hierover:

*'This is a clear corporate governance weakness since the board is responsible for reviewing and guiding corporate strategy and risk policy, and for ensuring that appropriate systems for risk management are in place. [...] Stress testing must form an integral part of the management culture so that results have a meaningful impact on business decisions.'*⁴¹⁹

⁴¹⁸ Stulz 2009, p. 3.

⁴¹⁹ OECD 2009a, p. 10.

Bij banken werden wel wiskundige modellen ontwikkeld en toegepast door twintigers en dertigers – veelverdienende *quants*⁴²⁰ – die zich bedienden van *Greeks*,⁴²¹ zich helemaal hadden gespecialiseerd in specifieke modellen – soms zelfs ontwikkeld door Nobelprijswinnaars zoals het optiemodel van Merton en Scholes⁴²² – en die beschikten over de laatste state-of-the art techniek en inzichten. Door het gebruik van computers konden ook steeds ingewikkeldere modellen worden ontwikkeld.⁴²³ Onderzoek signaleerde dat bestuurders en commissarissen dergelijke modellen en de aannames die daaraan ten grondslag lagen regelmatig niet doorgrondde. In de praktijk is wel gebleken dat op sommige punten de kennisvoorsprong van de ‘mannen op de vloer’ ten opzichte van de *board room* onoverbrugbaar was.

Dit roept overigens vrij fundamentele vragen op over waar de grens ligt voor de complexiteit en omvang van de activiteiten van de onderneming en wanneer bestuurders die grens moeten trekken. Mogen zij afgaan op de deskundigheid van deze *quants* en anderen, of dienen zij de activiteiten meer terug te brengen naar de basis, opdat bestuurders en commissarissen de risico's beter kunnen overzien en beheersen? Wat zijn de grenzen aan de wenselijkheid van het verspreiden van risico's over een veelvoud van partijen ter mitigering van risico's, terwijl daarmee de intransparantie van concentratie en effecten van risico's worden vergroot?⁴²⁴ Dergelijke fundamentele keuzes vallen binnen de risicostategie van de onderneming. Het is aan het bestuur om deze grenzen te trekken en te zorgen dat er overzicht blijft over de ondernemingsactiviteiten en de daarmee gepaard gaande strategische risico's en dat deze beheersbaar blijven. Omdat er menselijkerwijs grenzen zitten aan de *span of control* van het bestuur, zitten er ook grenzen aan een verantwoorde omvang van een onderneming. In dit kader past het verschijnsel dat banken hun productenpakket gaan aanpassen. Zo signaleerde kredietbeoordelaar Fitch in een recent onderzoek dat grote banken de verwachting had-

⁴²⁰ Met het begrip '*quant*' wordt in de financiële industrie een analist aangeduid die werkt met en gebruik maakt van wiskundige of statistische methoden. Zie www.spectrum.ieee.org/at-work/tech-careers/the-rise-and-fall-of-the-quants.

⁴²¹ Met *Greeks* wordt een verzameling risicomaatstaven aangeduid die worden gebruikt om gevoeligheid van bepaalde derivaten voor verschillende risicofactoren aan te geven. Zie Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 152-153.

⁴²² In 1997 wonnen Robert Merton en Myron Scholes de Nobelprijs voor de economie. Een jaar later waren zij lid van de *board of directors* van hedgefonds Long-Term Capital Management, dat in 1998 een verlies leed van meer dan USD 4 miljard. Uit vrees voor een liquiditeitscrisis intervenieerde de Amerikaanse FED met een herstructureringsplan. Zie over deze interventie o.a. Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 356-360, Cowen 2008, Stulz 2008, p. 3-7, en Rapp 2009, p. 195-204.

⁴²³ Zie ook Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 347.

⁴²⁴ Zie ook Beck 2009, p. 201.

den uitgesproken dat complexe derivaten op gestructureerde financiële producten gaan verdwijnen.⁴²⁵

Anderzijds wordt in het proces van risicobeheersing ook juist bewust een filter ingebouwd. Een voorbeeld van een dergelijk systeem is dat de businessunits al hun risicogegevens verzamelen – wat wel kan gaan om 100 verschillende risico's –, deze vervolgens naar de risicofunctie of risicocommissie sturen, die deze informatie vervolgens versmalt naar zeg de tien belangrijkste risico's naar mate van waarschijnlijkheid en impact.⁴²⁶ Op basis daarvan kan een *'risk heat map'* of kans/schadeomvangmatrix⁴²⁷ worden gemaakt, waarin deze belangrijkste risico's worden vermeld naar gelang van waarschijnlijkheid en impact. De aandacht van het bestuur zal dan gefocust zijn op het beheersen van deze – en niet andere – risico's. Belangrijk is dat het helder is voor het bestuur op basis van welke (materialiteits)criteria de selectie wordt gemaakt van de risico's die aan het bestuur worden voorgelegd en dat zij zonodig deze criteria laat bijstellen.

Bij de beoordeling van de behoorlijkheid van het gevoerde bestuur zal het er in dergelijke situaties op aankomen in hoeverre het een verzaking van de taak oplevert dat het onbekend was met bepaalde risico's. Kennis van ondergeschikte werknemers kan niet zonder meer worden toegerekend aan de bestuurders. Dit is een belangrijke constatering, gezien de bevindingen van de Senior Supervisors Group:

*'In some cases, hierarchical structures tended to serve as filters when information was sent up the management chain, leading to delays or distortions in sharing important data with senior management. In contrast, some firms effectively removed organization layers as events unfolded to provide senior managers with more direct channels of communication.'*⁴²⁸

Bestuurders mogen in belangrijke mate afgaan op de werknemers in de organisatie en de informatie die zij verstrekken.⁴²⁹ Bestuurders kunnen echter in de gevarenzone komen indien zij waarschuwingssignalen vanuit de organisatie hebben genegeerd.

Bovendien is bij deze beoordeling volgens jurisprudentie van de Hoge Raad over art. 2:9 BW relevant 'het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze

⁴²⁵ FitchRatings 2009, p. 4. Uit dit onderzoek, uitgevoerd bij 26 grote banken, kwam naar voren dat het de verwachting was dat producten als Collateralized Debt Obligation ('CDO squared'), Constant Proportion Debt Obligations (CPDOs), ABS-CDOs (Asset Backed Securities-Collateralized Debt Obligations) en Credit Default Swaps op gestructureerde producten gaan verdwijnen.

⁴²⁶ Vgl. ook Claassen 2005, p. 129.

⁴²⁷ Zie bijv. Claes 2008, p. 54.

⁴²⁸ Senior Supervisors Group 2008, p. 9.

⁴²⁹ Mussche 2008, p. 790-791, stipt deze problematiek aan.

nauwgezet vervult'⁴³⁰ en wat betreft de taakvervulling: '[...] de wijze waarop een redelijk bekwame en redelijk handelende functionaris die taak in de gegeven omstandigheden had behoren te vervullen.'⁴³¹

In het kader van de beoordeling of er sprake was van *kennelijk onbehoorlijk bestuur* in de zin van art. 2:248 BW heeft de Hoge Raad als toets aangelegd 'als geen redelijk denkend bestuurder – onder dezelfde omstandigheden – aldus gehandeld zou hebben.'⁴³² Bij de beantwoording van de aansprakelijkheidsvraag wordt derhalve niet alleen gekeken naar de daadwerkelijke kennis en vaardigheden waarover een bestuurder in het concrete geval beschikte, maar vindt een zekere objectivering plaats. In dat verband zal dus aan de orde moeten komen wat van een redelijk bekwame bestuurder aan vaardigheden en inzicht verwacht mocht worden op het gebied van risico-identificatie en risicoanalyse. Daarbij spelen allerlei omstandigheden een rol, zoals de aard van de onderneming, de in het geding zijnde producten en risico's, de beschikbare informatie en dergelijke.

Voor de eisen die mogen worden gesteld aan het handelen van bestuurders op het gebied van risicobeheersing zou een vergelijking kunnen worden gemaakt met een bestuurder van een auto. Als een bestuurder van een auto op een snelweg rijdt en er springt opeens een hert voor zijn auto dat hij niet meer kan ontwijken, dan is dat in principe niet verwijtbaar. Indien er borden langs de weg stonden die waarschuwen voor overstekend wild, en de bestuurder zijn snelheid en zijn alertheid op overstekend wild niet heeft aangepast, kan de bestuurder in de gevarenzone komen. Als de bestuurder met een blinddoek achter het stuur zat, is er sprake van bewuste roekeloosheid, of zelfs voorwaardelijke opzet.

Als in een concreet geval zou blijken dat het bestuur bij materiële kwesties de onderneming feitelijk met een blinddoek heeft bestuurd, omdat er onvoldoende kennis en vaardigheden waren om de daarmee gepaard gaande risico's te begrijpen en te identificeren,⁴³³ kan wel gezegd worden dat geen redelijk denkend bestuurder aldus zou hebben gehandeld.

Wat moet een bestuurder van een onderneming begrijpen van de producten die worden gevoerd? Laten we om te beginnen eens kijken naar een bestuurder van een onderneming die auto's fabriceert. Van een redelijk bekwaam bestuurder in die functie mag worden verwacht dat hij begrijpt hoe een automatische versnellingsbak werkt en wat de materiële risico's zijn die verbonden zijn aan de productie en werking van dat onderdeel. Hij hoeft niet

⁴³⁰ Zie HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360 (*Staleman/Van de Ven*).

⁴³¹ HR 8 april 2005, *JOR* 2003/260 (*Laurus*).

⁴³² HR 8 juni 2001, *NJ* 2001, 454 (*Gilhuis q.q./bestuurders Panmo*). Vgl. HR 7 juni 1996, *NJ* 1996, 695 (*Ontvanger/Van Zoolingen*) inzake art. 36 lid 3 Invorderingswet 1990.

⁴³³ Vgl. Stulz 2008, p. 13.

zelf in staat te zijn om die automatische versnellingsbak eigenhandig te kunnen monteren, of te weten hoeveel radartjes dat product bevat. Wel moet hij zich kunnen laten uitleggen wat de geschatte waarschijnlijkheid is van de realisatie van die risico's en de geschatte impact daarvan.

Dat geldt ook bij financiële producten. Een bestuurder hoeft niet zonder meer alles te weten van alle onderdelen van een bepaald financieel product. Dat hoeft hij niet zelf uit te kunnen rekenen – en hij mag daarbij in principe afgaan op informatie die derden hem daarbij aanreiken. Een bestuurder moet de uitleg die de deskundigen hem terzake geven begrijpen en de juiste kritische vragen kunnen stellen. Principe 3.1.2 van de Code Banken bepaalt in dit verband dat iedere bestuurder dient te beschikken over gedegen kennis van de financiële sector in het algemeen en het bankwezen in het bijzonder, en over grondige kennis om de hoofdlijnen van het totale beleid van de bank te kunnen beoordelen en bepalen en zich een afgewogen en zelfstandig oordeel te kunnen vormen over risico's die daarbij worden gelopen. Risico's die het bestuur (na nadere uitleg) niet begrijpt, zouden niet genomen moeten worden.

Indien een risico wel is geïdentificeerd, is een andere valkuil het te laag schatten van de waarschijnlijkheid of gevolgen van een mogelijk risico.⁴³⁴ Een dergelijke risicoschatting – mits gebaseerd op goed geïnformeerde en weloverwogen gronden – zal al gauw binnen de beleidsvrijheid van het bestuur vallen. Uit jurisprudentie valt af te leiden dat er een ruime marge aan bestuurders wordt gegund bij het maken van dergelijke schattingen.⁴³⁵

Dat laatste speelde in de *Henkel*-zaak. JMG had in die zaak een overeenkomst afgesloten met Henkel op grond waarvan zij de verantwoordelijkheid op zich nam voor een promotieactie, waarbij het publiek onder meer een pandabeer kon ontvangen na insturen van een inzending. JMG had zich verplicht om alle personen die een verzoek daartoe inzonden een pandabeer te zenden. Op grond van de overeenkomst had JMG zich verplicht om daartoe minstens 200 000 pandaberen in te kopen. Het risico van de redemptie (het aantal personen dat deelneemt aan de actie) was door JMG te laag geschat en dit redemptierisico was niet verzekerd. Uiteindelijk bleken er 280 000 personen een verzoek te hebben ingediend. JMG kon vervolgens niet aan haar verplichtingen voldoen en failleerde. De bestuurder (en enig aandeelhouder) van JMG werd vervolgens door Henkel aangesproken uit hoofde van onrechtmatige daad. Het Hof legde de door de Hoge Raad bekrachtigde maatstaf aan of JMG had behoren te voorzien dat de redemptie feitelijk (aanzienlijk) hoger zou uitvallen

⁴³⁴ Zie hierover Stulz 2008, p. 8-11.

⁴³⁵ Voor commissarissen zie Hof 's-Gravenhage 6 april 1999, *JOR* 1999/142 (*Verto*), r.o. 23.

dan door JMG verwacht en dat JMG alsdan niet aan haar verplichtingen jegens Henkel zou kunnen voldoen.⁴³⁶ Bij zijn oordeel hechtte het Hof belang aan de volgende feiten: i) voor het schatten van redemptierisico's bestaan geen objectieve normen; ii) de te verwachten redemptie is afhankelijk van een groot aantal factoren en is moeilijk te schatten; iii) schatting van het redemptierisico is een 'heikel avontuur', waaraan een zeker 'gokelement' te pas komt.⁴³⁷ Het Hof oordeelde dat er weliswaar sprake was van een commercieel foute beslissing, maar dat die in de gegeven omstandigheden binnen het normale ondernemingskader valt.⁴³⁸

Ook uit het vonnis van de Rechtbank Utrecht in de *Ceteco*-zaak blijkt dat er een aanzienlijke beleidsvrijheid is op dit punt, en dat een verkeerde beoordeling niet zonder meer tot aansprakelijkheid leidt op grond van art. 2:9 BW:⁴³⁹ *'De rechtbank overweegt dat de BoM voorafgaand aan het betreden van de markt in Argentinië uitvoerig onderzoek heeft laten uitvoeren. [...] Anders dan de curatoren lijken te stellen, kan aan de enkele omstandigheid dat de realiteit zoals die zich in 1997 voltrok sterk afweek van de in het businessplan geformuleerde uitgangspunten, niet de conclusie worden verbonden dat er geen deugdelijk onderzoek heeft plaatsgevonden. Ongetwijfeld had de BoM uitvoeriger en diepgaander onderzoek kunnen laten doen naar de markt voor consumer finance. Dat de BoM hiervoor niet heeft gekozen zou in de gegeven omstandigheden echter hooguit kunnen leiden tot het oordeel dat de BoM de marktomstandigheden op dat punt wellicht te optimistisch heeft ingeschat. Zonder bijkomende zwaarwegende omstandigheden, die gesteld noch gebleken zijn, is dit echter onvoldoende voor het oordeel dat er op dit punt sprake is geweest van een onbehoorlijke taakvervulling.'*

Een risicoschatting speelde ook een rol in een zaak voor de Rechtbank Rotterdam, waarin werd geoordeeld over een onrechtmatige daadsvordering van een crediteur jegens een bestuurder van een failliete vennootschap. Overwogen werd:⁴⁴⁰

'Wetenschap van een (ook meer dan verwaarloosbaar) risico dat ATC een bepaalde verplichting niet zal kunnen nakomen en vervolgens geen verhaal voor de schade zal bieden, is niet zonder meer voldoende voor het aannemen van aansprakelijkheid van [gedaagde] als het risico zich vervolgens verwezenlijkt. Anders gezegd: de risico's die ATC heeft gelopen kunnen, binnen zeke-

⁴³⁶ HR 14 november 1997, *JOR* 1998/6 (*Henkel Nederland/JMG Promotie*), r.o. 3.5.

⁴³⁷ Hof Amsterdam, r.o. 4.8.1, kenbaar uit Conclusie A-G bij HR 14 november 1997, *JOR* 1998/6, par. 3.5.3.1.

⁴³⁸ Hof Amsterdam, r.o. 4.8.1, kenbaar uit Conclusie A-G bij HR 14 november 1997, *JOR* 1998/6, par. 3.3.2.

⁴³⁹ Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10 (*Ceteco*), r.o. 5.165.

⁴⁴⁰ Rb. Rotterdam 9 mei 2007, *JIN* 2007/321 (*Tamoi*), r.o. 4.6.

re grenzen, niet voor rekening van [gedaagde] worden gebracht, alleen omdat [gedaagde] van die risico's op de hoogte was of op de hoogte kon zijn. Dat is pas anders als [gedaagde] had behoren te voorzien dat het risico verkeerd zou uitpakken en dat ATC dan niet aan haar verplichtingen zou kunnen voldoen. Het enkele feit dat er een (verantwoord) risico is genomen is niet voldoende om aan te nemen dat [gedaagde], nu het risico zich heeft verwezenlijkt, had behoren te voorzien dat dat zou gebeuren.'

De toets pakte anders uit in een zaak die in 2007 door de Rechtbank Amsterdam werd beoordeeld:⁴⁴¹

'Anders dan Osborne stelt kan dat niet meer worden aangemerkt als het nemen van het normale ondernemingsrisico. Het gaat hier immers niet om de vraag of het ondernemingsconcept of de ondernemingsstrategie voldoende revenuen zal opbrengen om de onderneming levensvatbaar te doen zijn, maar om een geval waarbij zeker is dat de onderneming voorshands onvoldoende eigen opbrengsten zal genereren om de verplichtingen te voldoen. De nakoming van de verplichtingen is dan geheel afhankelijk van de extern te verkrijgen financiering. In die omstandigheden moet als onbehoorlijk bestuur worden aangemerkt het aangaan van verplichtingen, terwijl omtrent die financiering nog geen behoorlijke zekerheid bestaat.'

Bij het schatten van risico's kan ook een rol spelen dat risico's indien zij zich concentreren of verband met elkaar houden een groter effect kunnen hebben dan de optelsom van de individuele risico's.⁴⁴² Risico's kunnen ook worden gemaskeerd door vormen van creatief boekhouden. Het buiten de balans brengen van activa of passiva kan het overzicht op de financiële positie van een onderneming en de daarmee verbonden risico's vertroebelen. Dat geldt niet alleen voor het inzicht van derden – dan is immers de vraag naar misleidendheid van financiële verslaggeving aan de orde –, maar kan zelfs gelden voor het bestuur en de raad van commissarissen.

5. Keuze voor inadequate risicoreactie

Zoals hiervoor in par. 4.1 uiteengezet, zijn er vier vormen van risicobeheersing te onderscheiden: het vermijden van risico, het reduceren van de waarschijnlijkheid en/of effecten van het risico, het delen van risico's met anderen (door bijvoorbeeld verzekeren of hedgen) en het accepteren van het risico door terzake geen actie te nemen die de waarschijnlijkheid of effecten van het risico verminderen. Juridisch bezien is een interessante vraag of er beperkingen zijn aan de vrijheid van het bestuur om een bepaald type risi-

⁴⁴¹ Rb. Amsterdam 21 maart 2007, *JOR* 2007/113 (*Terng q.q./Osborne*), r.o. 4.7.

⁴⁴² Zie bijv. Lapido/Nestor 2009, p. 48.

coreactie te kiezen, met name waar het gaat om de keuze tussen de twee risicoreacties verzekeren van of accepteren van het risico door geen actie te ondernemen.⁴⁴³

In de *Henkel*-zaak (zie hierboven onder sub 4) oordeelde het Hof voorts dat er geen onaanvaardbaar risico was genomen door het redemptierisico niet af te dekken door een verrekening.⁴⁴⁴ Dat laatste oordeel – waarvan de motivering niet is af te leiden uit het arrest van de Hoge Raad – is niet in cassatie getoetst. De afwezigheid van een adequate brandverzekering stond centraal in de *Blue Tomato*-zaak. Dit speelde in die zaak alleen een rol voor het tegenbewijs dat onbehoorlijke taakvervulling in de zin van art. 2:248 BW geen belangrijke oorzaak van het faillissement was geweest – onbehoorlijke taakvervulling van het bestuur stond vast, omdat niet aan de wettelijke publicatieverplichtingen was voldaan. De bestuurder beriep zich op een externe oorzaak van het faillissement: een brand die het bedrijfspand in as had gelegd en de weigering van de verzekeraar om uit te keren onder de afgesloten brandverzekering. Het door brand of watersnood te gronde gaan van de fabriek wordt in de wetsgeschiedenis van de Derde Misbruikwetgeving genoemd als omstandigheden waarop het bestuur geen invloed kon uitoefenen ‘en waartegen het zich niet heeft kunnen wapenen’.⁴⁴⁵ De curator van Blue Tomato voerde echter aan dat een en ander niet te beschouwen was als een externe omstandigheid, maar als onderdeel van het onbehoorlijk bestuur, namelijk dat er geen adequate brandverzekering aanwezig was. Wat de casus atypisch maakt, is dat er weliswaar een brandverzekering was afgesloten, doch dat de verzekeraar weigerde uit te keren omdat niet was voldaan aan een polisvoorwaarde.

In de *Blue Tomato*-zaak was cruciaal dat er geen dekking onder de wel degelijk afgesloten brandverzekering bleek te zijn, omdat het inbraakalarm door de verhuurder van de onderneming verwijderd was. De curator betoogde – voor zover hier relevant – dat de bestuurder tekort zou zijn geschoten in zijn zorgverplichting erop toe te zien dat aan de voorwaarden die de verzekeraar stelde was voldaan. Daaraan gaat eigenlijk nog een vraag vooraf, namelijk of in deze situatie überhaupt van de bestuurder gevergd kon worden dat hij een verzekering afsloot. Dat dient aan de hand van onder meer de hiervoor genoemde omstandigheden te worden beoordeeld. Als niet van de bestuurder verwacht

⁴⁴³ Vgl. Assink 2007, p. 550-551 die in een andere context wijst op irrationaliteit van bestuurlijk gedrag waarbij het bestuur kiest voor een koers die zich aanwijsbaar kenmerkt door een risico op schade dat niet is afgedekt waarbij de mogelijke omvang van de schade onbekend is of de kwade kans niet afdekt.

⁴⁴⁴ Hof Amsterdam, r.o. 4.8.1, kenbaar uit Conclusie A-G bij HR 14 november 1997, *JOR* 1998/6, par. 3.3.2.

⁴⁴⁵ *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 6, p. 41.

zou mogen worden dat hij terzake een verzekering afsloot, kan gezegd worden dat het ook niet relevant is of aan de verzekeringsvoorwaarden is voldaan. Uit de gepubliceerde uitspraak kan ik niet afleiden dat dit in de procedure aan de orde is geweest. Mogelijk werd ook door de bestuurder onderkend dat in deze situatie het een gegeven was dat het afsluiten van een brandverzekering paste binnen een behoorlijke taakvervulling.

In deze kwestie overwoog de Hoge Raad dat als een gedaagde bestuurder ter ontzenuwing van het in art. 2:248 lid 2 BW neergelegde vermoeden van kennelijk onbehoorlijke taakvervulling zich beroept op een van buiten komende oorzaak, zoals in dit geval de weigering van de brandverzekeraar de schade van het bedrijf als gevolg van brand te vergoeden, en de bestuurder door de curator wordt verweten dat hij heeft nagelaten het intreden van die oorzaak te voorkomen, de bestuurder (tevens) feiten en omstandigheden moet stellen en zo nodig aannemelijk maken waaruit blijkt dat dit nalaten geen onbehoorlijke taakvervulling oplevert. Als hij daarin slaagt, ligt het op de weg van de curator op de voet van art. 2:248 lid 1 BW aannemelijk te maken dat nochtans de kennelijk onbehoorlijke taakvervulling mede een belangrijke oorzaak van het faillissement is geweest.⁴⁴⁶

Het Hof Arnhem nam vervolgens op basis van de specifieke omstandigheden in deze casus aan dat niet kon worden aangenomen dat de bestuurder van Blue Tomato er rekening mee diende te houden dat de onderneming niet gedekt zou zijn tegen brandschade en concludeerde dat er geen sprake was van kennelijk onbehoorlijke taakvervulling in de zin van art. 2:248 BW.⁴⁴⁷

Een belangwekkende vraag is of een bestuurder onder bepaalde omstandigheden is gehouden te kiezen voor een bepaalde risicoreactie, in dit geval het beheersen van risico's door verzekering.⁴⁴⁸ Voorop staat dat er geen algemene gehoudenheid bestaat voor een bestuur om alle mogelijke risico's te verzekeren. Wel is van belang dat er voor dat bedrijf ten aanzien van voor de hand liggende risico's een goed geïnformeerde en weloverwogen beslissing aan vooraf is gegaan. Daarbij speelt een aantal omstandigheden een rol, zoals de *risk appetite* en het risicoprofiel van de onderneming, de waarschijnlijkheid van het risico – zo ligt het verzekeren tegen schade tengevolge van een aardbeving meer voor de hand in Californië dan in Nederland – ,

⁴⁴⁶ HR 30 november 2007, *JOR* 2008/29, r.o. 3.4 en 3.5.

⁴⁴⁷ Hof Arnhem 4 november 2008, *JOR* 2009/99, r.o. 3.9.

⁴⁴⁸ Zoals hiervoor in par. 4.1 uiteengezet zijn andere vormen van risicobeheersing: het vermijden van het risico, het reduceren van de waarschijnlijkheid en/of effecten van het risico, en het accepteren van het risico door terzake geen actie te nemen die de waarschijnlijkheid of effecten van het risico verminderen. Louwman/Steens 1994, p. 13, gaan kort in op insurance management.

de verwachte schade bij realisatie, de financiële draagkracht van de onderneming om een eventuele schade zelf te dragen en verwachte premieuitgaven.⁴⁴⁹ Bij het maken van die afweging heeft het bestuur een bepaalde mate van beleidsvrijheid.

Als na de risicoanalyse wordt gekozen voor de risicoreactie verzekering, vergt een behoorlijke taakvervulling mijns inziens in een specifiek geval dat het bestuur erop toeziet dat: i) er een verzekering wordt afgesloten; ii) de premie tijdig wordt betaald en aan de overige polisvoorwaarden wordt voldaan; en iii) de afgesloten verzekering tijdig wordt verlengd.⁴⁵⁰ Voor persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurder is dan wel vereist dat er een bewustzijn (wat mij betreft in de zin van opzet of bewuste roekeloosheid) was bij de bestuurder dat hieraan niet was voldaan.

Het hiervoor aangehaalde *Blue Tomato*-arrest bevat nog een overweging ten overvloede, houdende dat ook als de bestuurder had geweten dat het brandalarm door de verhuurder was verwijderd en hij, uitgaande van die wetenschap, zou hebben nagelaten maatregelen te treffen of de verzekeringsmaatschappij daarvan op de hoogte te stellen, dit – gelet op zijn verantwoordelijkheid als bestuurder – wel nalatigheid oplevert, maar geen kennelijke onbehoorlijke taakvervulling in de zin van art. 2:248 BW.⁴⁵¹ In het licht van het hiervoor betoogde meen ik dat deze overweging onvoldoende is gemotiveerd. Er is geen jurisprudentie van de Hoge Raad op dit punt.

Vgl. in dit verband ook Rb. Rotterdam 25 maart 2009, *JIN* 2009/445, r.o. 7.18: *‘Komt vast te staan dat op grond van de polisvoorwaarden bij de glasverzekering geen eigen risico van toepassing was, dan moet Woonbron van het niet melden van de glasschades bij de verzekeraar een ernstig verwijt worden gemaakt. Van een professionele bestuurder als Woonbron mag immers worden verwacht dat deze in voorkomend geval zorgvuldig onderzoekt of bepaalde schades verzekerd zijn en, zo ja, deze schades bij de verzekeraar te melden. Door zulks na te laten heeft Woonbron – indien het gestelde feit komt vast te staan – haar taak als bestuurder op dit punt niet behoorlijk vervuld.’*

Ik realiseer mij dat het bij verwezenlijking van dergelijke catastrofes om hele zure gevallen kan gaan: schade door brand, terrorisme, verkeersongelukken, aardbevingen, ontvoeringen, arbeidsongeschiktheid van werkne-

⁴⁴⁹ Zie hierover ook Claes 2008, p. 265-267.

⁴⁵⁰ In zijn conclusie bij HR 4 april 2003, *NJ* 2003, 538 (*Skipper Club Charter/Jaarsma*), par. 17, geeft A-G Huydecoper aan dat hij betwijfelt of het door onachtzaamheid verzuimen een voor de rechtspersoon essentiële verzekering te verlengen, waardoor een grote schade voor rekening van de rechtspersoon blijft, kwalificeert als *‘ernstig verwijt’*.

⁴⁵¹ Hof Arnhem 4 november 2008, *JOR* 2009/99, r.o. 3.9.

mers, het overlijden van een artiest vlak voor een wereldtournee en dergelijke. Het is evident dat het zich voordoen van dergelijke gebeurtenissen persoonlijke drama's kunnen veroorzaken, bij alle bij de onderneming betrokkenen, ook de bestuurders. Het is vanuit aansprakelijkheidsperspectief echter van belang in het oog te blijven houden of, en zo ja welk risicobeheersingsproces en risicoreactiekeuze er binnen de onderneming ten aanzien van het verwezenlijkte risico vooraf zijn gegaan.

De vraag is wel of vanuit bestuurdersaansprakelijkheidsperspectief een onderscheid gemaakt zou moeten worden tussen enerzijds bedrijfseconomische risico's die betrekking hebben op het primaire bedrijfsproces en anderzijds externe risico's die niet voortvloeien uit dat proces. Voor beide soorten risicofactoren zijn wel – maar overigens niet altijd – verzekeringen af te sluiten, ook voor risico's die samenhangen met onderdelen van het bedrijfsproces. Te denken valt aan kredietverzekeringen en succesverzekeringen, waarmee bepaalde sportclubs zich verzekeren tegen het risico dat ze kampioen worden of dat er tijdens een evenement een record wordt gebroken, zodat ze dan een uitkering ontvangen ter hoogte van de bonussen die zij volgens contractuele afspraak aan de sporters moeten betalen.⁴⁵²

Mits de betreffende risico's verzekeraar zijn, zie ik eigenlijk geen aanleiding voor het maken van een dergelijk principieel onderscheid. Het zijn alle risico's waarmee de onderneming wordt geconfronteerd en ten aanzien waarvan de onderneming een keuze dient te maken uit de verschillende mogelijke risicoreacties. Aan die keuze dient een zorgvuldige risicoanalyse en geïnformeerde beslissing ten grondslag te liggen waarbij de hiervoor genoemde aandachtspunten relevant kunnen zijn. Indien dat ontbreekt, kan er op dezelfde manier sprake zijn van onbehoorlijke taakvervulling als het geval is bij beslissingen die betrekking hebben op het primaire bedrijfsproces.

Ik zou menen dat zonder contractuele grondslag, het nalaten door een bestuurder om een verzekering af te sluiten ten opzichte van crediteuren in principe niet onrechtmatig is. Indien er wel een contractuele verzekeringsplicht bestond jegens een derde, dient het gedrag van de bestuurder te worden getoetst aan – afhankelijk van de casuspositie – de in de arresten *Beklamel*⁴⁵³ respectievelijk *Holland New Belgium*⁴⁵⁴ ontwikkelde normen.

⁴⁵² Zie bijvoorbeeld Volkers 1998.

⁴⁵³ HR 6 oktober 1989, *NJ* 1990, 286 (*Stimulan/Klaas*).

⁴⁵⁴ HR 18 februari 2000, *NJ* 2000, 295 (*New Holland Belgium/Oosterhof*). Zie ook HR 8 december 2006, *NJ* 2006, 659 (*Ontvanger/Roelofsen*).

In de lagere jurisprudentie is een aantal zaken behandeld dat zag op verplichtingen van bestuurders ten aanzien van verzekeringen. Daarbij ging het steeds om situaties waarin de vennootschap zich contractueel jegens een derde had verplicht om een bepaalde verzekering af te sluiten, maar niet aan die verplichting had voldaan.

Rb. Rotterdam 21 maart 2002, *JOR* 2002/99, r.o. 5.5, waarin werd overwogen dat het *in strijd met een overeenkomst* met een leverancier verzuimen om aan verpande zaken verzekerd te houden eerst onrechtmatig is jegens die partij indien de bestuurder wist dat de verzekeringspremies niet meer werden betaald en (zonder dat de leverancier werd ingelicht) heeft nagelaten de premieachterstand ongedaan te maken.

Hof 's-Hertogenbosch 2 oktober 2001, kenbaar uit Conclusie A-G bij 4 oktober 2002, *JOL* 2002, 521, r.o. 4.8 en 4.9, waarbij in geschil was in hoeverre een bestuurder persoonlijk aansprakelijk kan worden gesteld voor het tekortschieten van de vennootschap met betrekking tot de passages in de arbeidsovereenkomst aangaande de ongevallenverzekering en de afdracht van de pensioenpremies ten behoeve van een werknemer:

‘Ten aanzien van het niet sluiten van de ongevallenverzekering is het hof van oordeel dat niet gesproken kan worden van een (verweerder) persoonlijk toerekenbaar tekortschieten, dan wel onrechtmatig handelen jegens (eiser). Daarbij slaat het hof acht op de beperkte bevoegdheden die (verweerder) bezat ten tijde van het sluiten van de arbeidsovereenkomst en het feit dat hij er persoonlijk geen gewin van had. [...] Anders ligt het echter ten aanzien van het niet afdragen van de pensioenpremies. Niet alleen weegt dit punt zwaarder dan dat van de ongevallenverzekering; doordat de premies bij de werknemers wel werden ingehouden werd PPS zelf verrijkt en daarmee, vanaf november 1994 toen (verweerder) enig aandeelhouder werd, hij zelf dus – indirect – in privé. Het hof is van oordeel dat een dergelijk handelen persoonlijke aansprakelijkheid oplevert.’

Rb. Arnhem 30 mei 2007, *JIN* 2007/436 (*Guarantee Insurance*), r.o. 4.16:

‘Het ontbreken van de overeengekomen dekking is een ernstige tekortkoming omdat Guarantee Insurance en haar klanten daarmee ongewild, en bovendien daarvan onwetend, het risico hebben gelopen dat in een voorkomend geval geen uitkering onder de garantiopolissen zou kunnen plaatsvinden, een uitkering waarvan zij zich juist door het sluiten van de garantieverzekeringen wens-ten te verzekeren.’ (onderstr. toegev.).

Overigens bevatten sommige bestuurdersaansprakelijkheidsverzekeringen een uitsluiting voor claims die verband houden met het verwijt dat is nagelaten om verzekeringen af te sluiten. Deze ontwikkeling is voortgekomen uit de Amerikaanse markt. De achtergrond van die uitsluiting is het voorkomen dat via deze weg de bestuurdersaansprakelijkheidsverzekering een soort parapluverzekering wordt voor andersoortige risico's, waarvoor het

bedrijf heeft verzuimd een specifieke verzekering af te sluiten.⁴⁵⁵ Bij sommige verzekeraars kan wel aanvullende dekking voor dergelijke claims worden bijgekocht.

Voor onverzekerbare risico's geldt ook dat het bestuur een keuze kan maken uit de overige risicoreacties: het vermijden van het risico, het reduceren van de waarschijnlijkheid en/of gevolgen van het risico dan wel het accepteren van het risico zonder verdere actie te ondernemen. Onder omstandigheden kan het accepteren van risico's een bewust roekeloze onbehoorlijke taakvervulling zijn. Denkbaar is bijvoorbeeld dat het bestuur besluit om een fabriek te bouwen in een uiterwaarde bij een rivier waar jaarlijks overstromingen zijn, zonder verdere maatregelen te nemen ter voorkoming van waterschade.

Gezien de specifieke aard van risico's die voortvloeien uit door de overheid opgelegde regels, zal een houding waarbij het risico van het zich voordoen van overtredingen van wet- en regelgeving door belangrijke werknemers van de onderneming bij de uitoefening van hun dienstverband zonder beheersing daarvan wordt geaccepteerd, ook eerder als onbehoorlijk kunnen worden beschouwd.⁴⁵⁶

6. Er worden geen criteria en richtlijnen opgesteld voor de beheersing van geconstateerde risico's

Daar waar de *risk appetite* de grondslag (beeldend gezegd de 'grondwet') vormt van het risicobeheersingssysteem, vormen interne richtlijnen en procedures de interne wetgeving van de onderneming. Deze omschrijven wat geoorloofd gedrag is binnen de onderneming. Dergelijke interne richtlijnen en procedures zijn een belangrijke (rand)voorwaarde voor de naleving van het door het bestuur geformuleerde beleid en de *risk appetite*.

Als voorbeeld kan worden aangehaald dat bij een materiële (investerings)beslissing randvoorwaarden dienen te worden gesteld; criteria die kunnen dienen ter toetsing en die bijvoorbeeld een maximale exposure of tegenwoordigingsbevoegdheid bepalen.⁴⁵⁷ Deze criteria moeten vallen binnen de *risk appetite*.

Het ontbreken van dergelijke criteria speelde in de enquêteprocedure rond ATR:

'[...] de informatiesystemen alsook de bezetting van de administratieve afdelingen ondermaats waren, dat voor een onderneming als die van de ATR-vennootschappen is vereist dat de aldaar genoemde vaste indicatoren "pro-

⁴⁵⁵ Mathias/Neumeier/Burgdoerfer 2000, par. 8.13.

⁴⁵⁶ Zie hiervoor par. 5.2.

⁴⁵⁷ Vgl. ook Assink 2007, p. 550.

actief” worden gevolgd teneinde te voorzien of vluchten (in het bijzonder qua bezettingsgraad) winstgevend zullen zijn, maar dat klaarblijkelijk met die indicatoren bij de ATR-vennootschappen niet werd gewerkt en deze evenmin waren ontwikkeld en dat, meer in het algemeen, de administratie van de ATR-vennootschappen er onvoldoende op was ingericht om voldoende en adequate informatie over het reilen en zeilen van de onderneming te verkrijgen. [...]’⁴⁵⁸ (onderstr. toegev.).

Niet voor alle risico’s zullen criteria en richtlijnen hoeven te worden opgesteld. Ik zou menen dat het in ieder geval moet gaan om belangrijke risico’s, met een wezenlijke impact dan wel een hoge waarschijnlijkheid. Bijzondere aandacht verdienen daarbij risico’s die verband houden met door de overheid opgelegde wet- en regelgeving en door de onderneming genomen risico’s die gevaarzetting voor derden tot gevolg hebben.

Belangrijk is dat bij het opstellen van deze interne regels de implementatie- en nalevingsmogelijkheden goed onder ogen worden gezien. Indien opgestelde regels niet kunnen worden geïmplementeerd of nageleefd zijn deze regels om te beginnen niet effectief, maar kunnen deze ook een aansprakelijkheidsrisico opleveren voor bestuurders en commissarissen. De regels dienen goede ingang te moeten kunnen vinden bij het operationele management en vertaald worden naar concrete managementacties. Ook moet er kritisch worden gekeken naar de materialiteit van zaken die geregeld worden; hoofd- en bijzaken moeten goed worden onderscheiden.

Het bestuur kan terzake een belangenafweging maken, waarbij het weer beleidsvrijheid heeft – dat is een beoordeling. Belangrijk daarbij is onder meer de kosten-batenanalyse in verband met het opstellen, invoeren en handhaven van regels. Ook hier is van belang dat deze beslissing zorgvuldig wordt voorbereid.

7. Er vindt geen periodieke beoordeling plaats van de feitelijke exposure aan het risico ten opzichte van de gestelde criteria

Zoals hiervoor besproken, vormen interne richtlijnen en procedures – gebaseerd op *de risk appetite* – de interne regelgeving van de onderneming. Goed risicomanagement vergt dat onderzocht wordt of de opgestelde interne regelgeving van de onderneming wordt nageleefd, opdat vervolgens kan worden bijgestuurd of ingegrepen.

⁴⁵⁸ OK 10 juni 2008, *JOR* 2008/229 (*ATR*), r.o. 3.9.

Dat was onder meer aan de orde in de *Laurus*-enquêteprocedure.⁴⁵⁹

*‘Voorts is van belang dat – zoals de onderzoekers hebben vastgesteld – het businessplan wat betreft de voortgang van de uitvoering niet voorzag in controlemomenten waarop die uitvoering tijdig kon worden bijgesteld en zo nodig worden gestopt.’*⁴⁶⁰ *‘Tegelijk was evenwel van meet af aan duidelijk dat het plan uiterst ambitieus was, zowel financieel als operationeel, en dat het alleen zou kunnen slagen als werd voldaan aan de in het businessplan omschreven randvoorwaarden. Uit het verslag van de onderzoekers blijkt evenwel dat aan cruciale voorwaarden op het punt van financiering, administratieve organisatie, managementinformatie en logistiek op geen enkel moment is voldaan, hetgeen de hoofddirectie in een vroeg stadium heeft kunnen en moeten onderkennen.’*⁴⁶¹

Ook in de *Ceteco*-zaak werd het verwijt gemaakt van onvoldoende opvolging.⁴⁶²

*‘Wat de bestuurders verweten kan worden is dat ondanks de gesignaleerde problemen (waarvan onderkend werd dat ze samenhangen met de snelle expansie), er niet op enig moment een zorgvuldige evaluatie en gerichte analyse van de reeds genomen maatregelen heeft plaatsgevonden. De bestuurders hebben weliswaar maatregelen genomen, maar nergens blijkt uit dat zij het effect van die maatregelen hebben afgewacht of onderzocht voordat zij besloten verder te gaan met de expansie. [...] Dit ondanks het uitdrukkelijke voornemen om de expansie tussentijds te evalueren.’*⁴⁶³ (onderstr. toegev.).

In de wetsgeschiedenis van de Derde Misbruikwetgeving werd wel als voorbeeld van onbehoorlijk bestuur gegeven het verwaarlozen van de kredietbewaking.⁴⁶⁴

8. *Er is geen contingency plan*

Goede risicobeheersingssystemen voorzien in alternatieven voor het geval belangrijke risico's zich verwezenlijken; een Plan B, een *worst case* scenario. Goede plannen die betrekking hebben op majeure investeringen of projecten voorzien in een aantal mijlpalen, momenten waarop de voortgang wordt geëvalueerd en besloten wordt of, en zo ja hoe er verder wordt gegaan met de uitvoering.

⁴⁵⁹ De beschikking van de Ondernemingskamer is op formele punten vernietigd door de Hoge Raad in HR 8 april 2005, *JOR* 2005/119. Desondanks bevat deze beschikking interessante overwegingen over risicobeheersing.

⁴⁶⁰ HR 8 april 2005, *JOR* 2003/260 (*Laurus*), r.o. 3.8, zie ook 3.9.

⁴⁶¹ HR 8 april 2005, *JOR* 2003/260 (*Laurus*), r.o. 3.4.

⁴⁶² Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10, r.o. 5.52, 5.54, 5.55.

⁴⁶³ Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10 (*Ceteco*), r.o. 5.96.

Het ontbreken van een contingency plan speelde in de *Laurus*-zaak:

*‘Geconstateerd moet worden dat, ondanks de onderkende grote risico’s, door de raad van commissarissen geen concrete en harde voorwaarden zijn bedongen ter voorkoming dat de raad in geval van dreigend misgaan van de operatie Groenland, daarmee pas zou worden geconfronteerd op een moment dat er reeds van een de continuïteit van Laurus bedreigende situatie sprake zou zijn. Aan de enquêteurs konden geen noodscenario’s (...) worden getoond’*⁴⁶⁵ (onderstr. toegev.).

Vgl. ook de overweging van het hof in *Staleman/Van de Ven*, waarin ingegaan werd op de noodzaak van het bestuur om eerder van koers te veranderen, desnoods de tot dan toe geleden verliezen te slikken teneinde verdere verliezen in de toekomst te beperken.⁴⁶⁶

9. Er wordt niet doorggevraagd over, of geen onderzoek ingesteld naar, vermoede incidenten

Het komt voor dat na het zich voordoen van bepaalde incidenten – waarschuwingssignalen – een nader onderzoek geboden is.^{467, 468} Daarvan kan sprake zijn indien:⁴⁶⁹

- een vermoeden is van overtreding van wet- en regelgeving, of interne richtlijnen. Incidenten die zich voordoen op het gebied van het milieurecht,⁴⁷⁰ mededingingsrecht, corruptie en strafrechtelijk relevante handelingen⁴⁷¹ verdienen gezien de mogelijke zware sancties bijzondere

⁴⁶⁴ *Kamerstukken II* 29 augustus 1985, 16 631, p. 6337.

⁴⁶⁵ HR 8 april 2005, *JOR* 2003/260 (*Laurus*), r.o. 3.9.

⁴⁶⁶ HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360, r.o. 17.

⁴⁶⁷ In dezelfde zin: Assink 2007, p. 519.

⁴⁶⁸ Zie op dit punt voor commissarissen: HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (*Ogem*), r.o. 10.2, Rb. Breda 1 mei 1990, *NJ* 1990, 740 (*Tilburgsche Hypotheekbank*), HR 28 juni 1996, *JOR* 1996/85 (*Bodam Jachtservice*), r.o. 3.5, HR 4 juni 1997, *NJ* 1997, 671 (*Text Lite*), r.o. 4.13.1 jo. 3.2.3, OK 28 juni 2001, *JOR* 2001/148 (*De Vries Robbe*), r.o. 3.12.

⁴⁶⁹ Zie ook Van den Bosch/Jennen 2008, p. 23, Wakkie 2009, p. 118-119, Van den Bosch/Jennen 2008, p. 57-59, Van der Staaij 2008, p. 254-255.

⁴⁷⁰ Vgl. Hof 's-Gravenhage 15 oktober 1998, *TMA* 1999, p. 17-19, r.o. 6.5 (*Maxalloys*), waaruit volgt dat het persoonlijk is indien bestuurders wisten of verwijtbaar behoorden te weten dat door de bedrijfsvoering bodemverontreiniging zou ontstaan, zij hebben nagelaten dat te onderzoeken, en evenmin maatregelen hebben genomen om de bedrijfsvoering stil te zetten of te wijzigen. Zie ook Rb. Groningen 10 november 1989, *M en R* 1990, 16 (*De Staat/Aagrunol*), r.o. 10.

⁴⁷¹ De Valk 2009 (diss.), p. 147, verdedigt dat op een bestuurder, die een vermoeden van door ondergeschikten gepleegde fraude heeft, een onderzoeksplicht rust die bij niet-nakoming leidt tot persoonlijke aansprakelijkheid uit hoofde van onrechtmatige daad.

aandacht. Interne onderzoeken kunnen soms een onderzoek van autoriteiten voorkomen of in omvang doen verminderen of een positief effect hebben op de op te leggen sanctie;

- een mogelijke *material weakness* doet zich voor in de opzet of de werking van het financiële rapportage- en controlesysteem. Het bestuur dient ervoor te waken dat de te publiceren financiële verslaggeving niet misleidend is. Indien er gedurende het proces van het opstellen van die verslaggeving aanwijzingen zijn dat het systeem op belangrijke punten niet adequaat is of effectief werkt, is het van belang daar opvolging aan te geven om i) te voorkomen dat er misleidende financiële verslaggeving wordt gepubliceerd; en ii) daarmee de kansen van een succesvol disculpatieverweer door de individuele bestuurders en commissarissen te vergroten.⁴⁷² Voorbeelden van waarschuwingssignalen zijn het ontdekken van een fraude en het ontdekken van de accountant van een materiële onjuistheid in de financiële verslaggeving.⁴⁷³
- een mogelijke *material weakness* doet zich voor in de opzet of de werking van het risicobeheersingssysteem.

Deze vermoedens kunnen zich op verschillende manieren openbaren aan bestuurders. Te denken valt aan een melding van de accountant, een klokkenluider, ontvangen informatie van toezichthouders en berichten in de media. Het gaat er dan om dat de bestuurder niet alleen een bepaalde (geobjectiveerde) wetenschap had van de handelingen van ondergeschikten, maar ook dat die handelingen onderdeel uitmaakten van een onrechtmatige daad.⁴⁷⁴ Voorts is vereist dat de bestuurder de mogelijkheid en de bevoegdheid had zodanige maatregelen te treffen, dat het onrechtmatige handelen zou kunnen worden voorkomen of in elk geval beëindigd.⁴⁷⁵ Ik meen dat als de (geobjectiveerde) wetenschap ter zake van het onrechtmatige handelen van ondergeschikten aanwezig is bij een bestuurder, dat laatste criterium is vervuld. Er moet wel sprake zijn van een (persoonlijk) *ernstig verwijtbaar* handelen. Indien (geobjectiveerde) wetenschap ontbreekt, is daar geen sprake van. Ik kan mij voorstellen dat de aard van de gewraakte handeling en de kenbaarheid daarvan mee kan spelen bij de beoordeling van de vraag of er sprake is van (geobjectiveerde) wetenschap. Het maakt nogal wat uit of de gewraakte handeling en het gelopen risico betrekking hebben op bijvoorbeeld een zichtbare lekkage in een opslagtank van een gevaarlijke stof, of dat

⁴⁷² Vgl. ook De Valk 2009, p. 253 die een onderzoeksplicht aanneemt in geval van signalen van financiële onregelmatigheden.

⁴⁷³ Zie ook Ramos 2006, p. 257-258.

⁴⁷⁴ Zie ook De Valk 2009, p. 155.

⁴⁷⁵ Zie ook De Valk 2009, p. 155.

het gaat om een ingewikkelde, moeilijk te doorgronden boekhoudkundige constructie die niet door de beugel kan.

Het nalaten om opvolging te geven aan waarschuwingssignalen speelde onder meer bij Ceteco:

‘De rechtbank overweegt dat de bestuurders en de commissarissen zich vanaf de besluitvorming over de overname van Ventura steeds zeer bewust zijn geweest van het gevaar van overstretching. Zij ontvingen vervolgens in het eerste en tweede kwartaal van 1997 al sterke aanwijzingen dat het risico van overstretching zich zou kunnen realiseren. Desondanks zijn zij ondanks deze sterke signalen verder gegaan met de expansie van Ceteco, zonder daarbij te onderzoeken of de (op zichzelf geoorloofde) strategie om te kiezen voor expansie boven consolidatie in de gegeven omstandigheden kon worden voortgezet. Een dergelijk onderzoek had echter in de gegeven omstandigheden van een redelijk denkend bestuurder mogen worden verwacht. Van een redelijk denkend commissaris had in de gegeven omstandigheden mogen worden verwacht dat hij erop zou toezien dat de expansie niet werd voortgezet zonder dat eerst een dergelijk onderzoek had plaatsgevonden. Waar wel maatregelen zijn genomen, is het effect van deze maatregelen bovendien niet onderzocht.’⁴⁷⁶ (onderstr. toegev.).

10. Er vindt geen correctie plaats in geval van overschrijding van gestelde criteria en richtlijnen

Indien bestuurders statutaire bepalingen of interne richtlijnen die de vennootschap of een andere partij trachten te beschermen overtreden, is er in principe sprake van *ernstig verwijtbaar* handelen dat tot aansprakelijkheid leidt.⁴⁷⁷ In het kader van risicobeheersing is interessant om te bezien in hoeverre er aansprakelijkheid ontstaat voor bestuurders indien zij niet zelf dergelijke regels overtreden, maar medebestuurders of ondergeschikten in strijd handelen met interne regels.

In deze situatie gaat het erom dat er bijvoorbeeld interne criteria zijn voor *risk exposure*, die niet worden nageleefd, maar waarvan de overtreding eenvoudigweg wordt gedoogd.⁴⁷⁸ Dit is een werkingsfout. In het strafrecht geldt

⁴⁷⁶ Rb. Utrecht 12 december 2007, JOR 2008/10 (Ceteco), r.o. 5.34.

⁴⁷⁷ HR 29 november 2002, NJ 2003, 455 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek), r.o. 3.4.5 en HR 20 juni 2008, JOR 2008/260 (NOM/Willemsen), r.o. 5.4. Vgl. ook HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360 (Staleman/Van der Ven), r.o. 3.3.1, waarbij ook voor het bestuur geldende richtlijnen als relevante omstandigheid voor het *ernstige verwijtbaarheids*-oordeel worden vermeld. Zie ook hiervoor par. 3.4.

⁴⁷⁸ Zie IFF-rapport, p. 34: ‘Keep risk exposure within limits, and follow policies where limits are breached or where the criteria under which conditional product approvals were granted no longer hold.’

dat wetenschap van strafbare feiten de verplichting schept om maatregelen te treffen.⁴⁷⁹ Ook in het vennootschapsrecht geldt dat ‘kennis over misstanden verplicht tot ingrijpen’, zoals tijdens de behandeling van het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht is bevestigd.⁴⁸⁰ Ook in enquête- en bestuurdersaansprakelijkheidsprocedures speelt dit beginsel een rol.⁴⁸¹ Dat ging zelfs niet over misstanden die betrekking hadden op strafbaar of onrechtmatig gedrag, maar om intern gestelde criteria en richtlijnen. Een afwijking daarvan is niet zonder meer ongeoorloofd.

De Rechtbank Utrecht formuleerde terecht in de *Ceteco*-zaak:

*‘Terecht stellen de bestuurders en commissarissen dat de in het Turboplan geprognosticeerde solvabiliteitsratio’s niet zonder meer maatgevend zijn. Aan het enkele feit dat de begrote solvabiliteitsratio’s niet werden gehaald, kunnen niet zonder meer conclusies worden verbonden over het functioneren van de bestuurders of commissarissen. Voor de beoordeling van deze zaak is echter wel van belang op welke wijze de bestuurders en commissarissen hebben gereageerd op de tegenvallende solvabiliteitsratio’s.’*⁴⁸² (onderstr. toegev.).

In de *Laurus*-zaak constateerde de Ondernemingskamer een situatie waarin een bijstelling niet plaatsvond na geconstateerde waarschuwingssignalen:

*‘Door ondanks alle negatieve signalen de uitvoering van het businessplan voort te zetten voorbij een punt waarbij geen aanvaardbare weg terug meer mogelijk was, heeft de hoofddirectie onverantwoorde risico’s genomen waarbij uiteindelijk ook het voortbestaan van Laurus op het spel is komen te staan, met alle nadelige gevolgen van de betrokken belangen van dien. Moge voor het doorgaan op een onverantwoorde koers nog een psychologische verklaring denkbaar zijn – een zeer sterke focus op en geloof in het succes van de vernieuwde winkels –, rationeel kan daarvoor geen enkele rechtvaardiging worden gegeven, omdat de aantrekkingskracht van de nieuwe winkelformule – laat staan de haalbaarheid van de gehele ombouwoperatie – niet aan enige serieuze test is onderworpen. Het had dan ook reeds snel duidelijk moeten zijn geweest dat voormelde focus op een illusie berustte.’*⁴⁸³ (onderstr. toegev.).

⁴⁷⁹ Zie OK 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 (*Ahold*). Hierover De Valk 2009, p. 429.

⁴⁸⁰ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6.

⁴⁸¹ Zie voor commissarissen: Rb. Breda 1 mei 1990, *NJ* 1990, 740 (*Tilburgsche Hypotheekbank*), Rb. Maastricht 22 augustus 1996, *JOR* 1997/2 (*Primosa*), r.o. 4.37 en 4.45, OK 17 april 1997, *J&F* 1997/81 (*Bobel*), r.o. 3.1, HR 4 juni 1997, *NJ* 1997, 671 (*Text Lite*), r.o. 4.9.1 jo. 3.2.2, HR 31 mei 2000, *NJ* 2000, 55 (*Vie d’Or*), r.o. 6.7.1, 6.7.2, OK 28 juni 2001, *JOR* 2001/148 (*De Vries Robbe*), r.o. 3.23, Hof ’s-Gravenhage 26 april 2005, *JOR* 2005/171 (*Aarlander Metaal*), r.o. 11.2, 11.4. Deels in positieve zin: HR 8 april 2005, *JOR* 2005/119 (*Laurus*), r.o. 3.3.

⁴⁸² Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10 (*Ceteco*), r.o. 5.58. Vgl. ook r.o. 5.67, 5.209, 5.210, ook voor de commissarissen.

⁴⁸³ HR 8 april 2005, *JOR* 2003/260 (*Laurus*), r.o. 3.4.

11. In geval van overschrijding van gestelde criteria en richtlijnen worden deze genegeerd of omgebogen zonder nader onderzoek en beleidsafweging. Ingeval bekend is dat er sprake is van afwijkingen van interne criteria en richtlijnen waartegen niet wordt opgetreden, kan de vraag worden gesteld of er eenvoudigweg sprake is van een gebrek in de handhaving, of dat dit het gevolg is van een afgewogen, verantwoorde (nieuwe) beleidskeuze.⁴⁸⁴ Laatstgenoemd aspect heeft betrekking op de zorgvuldigheid van besluitvorming. In het eerste geval is er sprake van een werkingsfout.

Dit speelde in Ceteco:

'5.81 De hierboven weergegeven beleidsregels strekken ertoe een deugdelijke en gezonde financiering van de organisatie te waarborgen. Terecht stellen de bestuurders en commissarissen zich op het standpunt dat het aan het bestuur van een onderneming is toegestaan om bestaande beleidsregels te wijzigen of om in concrete situaties van bestaande beleidsregels af te wijken. Er is echter geen sprake van een onbeperkte beleidsvrijheid, deze beleidsvrijheid wordt begrensd door hetgeen, alle omstandigheden in aanmerking genomen, van een redelijk denkend bestuurder en/of commissaris mag worden verwacht.

5.82 Indien bestuurders en commissarissen van mening zijn dat beleidsregels niet onverkort gehandhaafd kunnen worden vanwege de sterke groei van de onderneming en de daardoor sterk toenemende financieringsbehoefte, maar waarin tegelijkertijd geldt dat de bestuurders en commissarissen zich bewust waren van het feit dat juist een te sterke groei de (financiële) spankracht van de organisatie te boven zou gaan, ligt een onderzoek naar de vraag of de organisatie nog steeds in staat is de gevolgen van die groei te dragen in de rede. [...]

5.83 Uit het bovenstaande volgt dat de bestuurders en commissarissen in de gegeven omstandigheden het financieringsbeleid niet hadden mogen wijzigen zonder een onderzoek in te stellen naar de vraag of de organisatie nog steeds in staat was de gevolgen van die groei te dragen. [...]

5.88 Ook hier geldt dat het verwijt dat de bestuurders gemaakt kan worden niet zozeer het enkele feit betreft dat de regels zijn geschonden, maar wel dat zij de expansie van de organisatie hebben voortgezet terwijl zij wisten of hadden behoren te weten dat er tengevolge van de schending van de eigen normen geen goed beeld bestond van de eigen debiteurenportefeuille. [...]'⁴⁸⁵

⁴⁸⁴ Voor commissarissen zie: Rb. Breda 1 mei 1990, NJ 1990, 740 (Tilburgsche Hypotheekbank).

⁴⁸⁵ Zie ook r.o. 5.97 en ten aanzien van commissarissen ook r.o. 5.86 en 5.101.

5.149 De rechtbank overweegt dat – zoals de bestuurders terecht hebben gesteld – het hen vrij staat in bijzondere situaties af te wijken van de voorschriften van het manual. Kern van het verweer van de bestuurders is dat zij hier prioriteiten moest stellen en dat die op bovengenoemde wijze gesteld konden worden, omdat de verschaffing van de vereiste stuurinformatie verzekerd was en de aanvullende informatie langs andere weg ook verkregen kon worden. In de gegeven situatie, waarin de administraties van Imgeve en Lehaca samengevoegd moesten worden, waarin de administratie van Imgeve “tamelijk desastreus” was [...] en waarin duidelijk was dat er ten aanzien van de AO/IC en IT de nodige problemen speelden, zal een rapportage over juist deze elementen niet snel achterwege mogen blijven, zonder dat gewaarborgd is dat de vereiste informatie op andere wijze beschikbaar komt. [...] Ook op dit punt valt de bestuurders een verwijt te maken.’ (onderstr. toegev.).

Als het – al dan niet na onderzoek – onwenselijk wordt geacht de interne richtlijnen bij te stellen, zullen die richtlijnen als uitgangspunt moeten worden gehandhaafd:

‘5.153. Bij een ambitieus groeiprogramma waarvan de risico’s voor de organisatie werden onderkend, had het op de weg van de bestuurders gelegen om ten aanzien van de schending van bovengenoemde eigen normen in te grijpen. De rechtbank overweegt daarbij dat bovengenoemde beleidsregels, afspraken en uitgangspunten ten doel hebben de processen en de beslissingen binnen de organisatie inzichtelijk te houden, alsmede de risico’s, die onvermijdelijk samenhangen met het ondernemerschap, zichtbaar te maken en binnen beheersbare grenzen te houden. In de omstandigheden waarin Ceteco verkeerde, een ambitieuze groeistrategie met aanmerkelijke risico’s voor de organisatie als geheel, dient aan de naleving van dergelijke normen dan ook in beginsel een groot belang toegekend te worden. Nu de bestuurders dit hebben nagelaten, moet worden geoordeeld dat zij hun taak ten aanzien van bovengenoemde elementen, in onderlinge samenhang bezien, onbehoorlijk hebben vervuld.’ (onderstr. toegev.).

De Hoge Raad bekrachtigde ook een door de Ondernemingskamer aangenomen plicht tot ingrijpen in de Ogem-enquêteprocedure, waar speelde dat het bestuur van een (klein)dochtermaatschappij de concernleiding onvoldoende inlichtingen verstrekke en zich aan het toezicht en de leiding van de concern-top onttrok:

‘Voorts ligt aan het oordeel van de OK kennelijk de gedachte ten grondslag dat de raad van bestuur van Ogem Holding, waarvan de leden tevens de raad van bestuur van Ogem BV vormden, de directie van Omega richtlijnen en aanwijzingen met betrekking tot het te voeren beleid kon geven, waaraan die directie zich moeilijk kon onttrekken, nu de raad van bestuur van Ogem Holding het in zijn macht had om in te grijpen in die zin dat hij de mogelijkheid bezat de directie van Omega, zo zij zich niet bereid toonde de gevraagde inlichtingen te verstrekken en zich bleef onttrekken aan het toezicht en de leiding van de con-

*cerntop, te doen schorsen, dan wel te doen ontslaan en vervangen door een directie die zich wel zou voegen naar de haar door of vanwege de concernleiding te verstrekken richtlijnen en aanwijzingen.*⁴⁸⁶ (onderstr. toegev.).

12. Het nalaten medebestuurders en commissarissen te informeren over mogelijke incidenten en material weaknesses in systemen van risicobeheersing en interne controle

Volgens art. 2:141 lid 1 BW dient het bestuur de raad van commissarissen tijdig de voor de uitoefening van diens taak noodzakelijke gegevens te verstrekken. Aan deze verplichting dient het bestuur gevraagd en ongevraagd te voldoen.⁴⁸⁷ Bovendien dient het bestuur ten minste één keer per jaar de raad van commissarissen schriftelijk op de hoogte te stellen van de hoofdlijnen van het strategisch beleid, de algemene en financiële risico's en het beheers- en interne controlesysteem van de vennootschap. Er bestaat geen expliciete wettelijke verplichting voor bestuurders om elkaar te informeren. De wetgever heeft echter herhaaldelijk uitgesproken dat het niet verschaffen van inlichtingen aan commissarissen⁴⁸⁸ of mede-bestuurders,⁴⁸⁹ zodat die hun (toezicht)functie niet kunnen uitoefenen, onder omstandigheden als onbehoorlijk bestuur kan worden bestempeld.^{490, 491} De keerzijde daarvan is dat dit onder omstandigheden ook een disculpatiegrond kan zijn voor medebestuurders en commissarissen.

13. Het doen van misleidende publieke mededelingen over risicobeheersing
Onvoldoende transparantie over risico's en risicobeheersing kan zich globaal op drie manieren manifesteren:

- (1) nalaten om bepaalde ter zake van risico's en risicobeheersing wettelijk voorgeschreven mededelingen te doen;
- (2) nalaten om bepaalde koersgevoelige informatie op dit gebied (tijdig) mede te delen;
- (3) het doen van misleidende publieke mededelingen op dit gebied. In par. 7.2 zal de aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen op grond van misleidende financiële verslaggeving worden behandeld.

⁴⁸⁶ HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (*Ogem*), r.o. 3.9.

⁴⁸⁷ Zie Asser/Maeijer/Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, p. 611.

⁴⁸⁸ *Kamerstukken II* 29 augustus 1985, 16 631, p. 6337, *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 8.

⁴⁸⁹ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 8.

⁴⁹⁰ Zie ook Assink 2007, p. 520, 522-523 en Asser/Maeijer/Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, p. 612.

⁴⁹¹ Vgl. voor commissarissen OK 28 juni 2001, *JOR* 2001/148 (*De Vries Robbe*), r.o. 3.22.

Zoals hiervoor in par. 3.1 vermeld, bevatten art. 2:391 lid 1 en 4 BW en de Nederlandse Corporate Governance Code een aantal voorschriften over de informatie die het bestuur in het jaarverslag moet geven over risico's en risicobeheersing, aan te duiden als *risk disclosures*. Behoudens deze regels zijn er weinig praktische handvatten voor het opstellen daarvan.⁴⁹²

De vraag is nu wat de verantwoordelijkheid is van bestuurders en commissarissen bij het doen van *risk disclosures*. Mededelingen over risico's en risicobeheersing kunnen op basis van wet- en regelgeving zijn opgenomen in financiële verslaggeving. Daarnaast kan het zo zijn dat bestuurders of commissarissen in het jaarverslag of daarbuiten (tijdens aandeelhoudersvergaderingen, persconferenties, roadshows, interviews of analisten conference calls) daar vrijwillig mededelingen over hebben gedaan.⁴⁹³

Bestuurders en commissarissen hebben al een verantwoordelijkheid ten aanzien van risicobeheersing die losstaat van het doen van externe mededelingen. Daar komt nog bij dat zij tijdig de volgens wet- en regelgeving voorgeschreven *risk disclosures* moeten doen, en dat deze niet misleidend mogen zijn. Een behoorlijke taakvervulling houdt in dat bestuurders en commissarissen goed voor ogen hebben wat de publicatievereisten zijn en ervoor zorgen dat c.q. toezicht houden of daaraan wordt voldaan. Dit vergt bijvoorbeeld ook dat als er zich een nieuw belangrijk risico voordoet dat niet in het jaarverslag is vermeld, dat aanleiding kan zijn om dat kenbaar te maken in een separate externe mededeling. Denkbaar is ook dat de *risk disclosures* op de website van de vennootschap worden bijgehouden en geactualiseerd.

Ten aanzien van de inhoud van de *risk disclosures* dienen de leden van het daarvoor verantwoordelijke orgaan zich ervan te vergewissen dat deze juist en niet misleidend is; zij dienen zich daartoe voldoende inspanningen te getroosten.⁴⁹⁴ Indien dat aangewezen is dienen zij daartoe ook informatie in te winnen bij de voor de relevante materie binnen de organisatie verantwoordelijke personen. Tot op bepaalde hoogte mag worden afgegaan op informatie van ondergeschikten. Dat mag echter geen 'blind' vertrouwen zijn.

In de praktijk worden door sommige ondernemingen wel '*Disclosure Committees*' ingesteld, waarin ook commissarissen of *non-executives* zitting hebben.

⁴⁹² Zie Van Manen/De Groot 2009, p. 101, 103. Zij pleiten voor het opstellen van *generally accepted risk management accounting principles*.

⁴⁹³ Hetzelfde geldt uiteraard voor mededelingen van commissarissen, al dan niet in het verslag van de raad van commissarissen. Zie voor aansprakelijkheid van een commissaris voor een publieke mededeling HR 25 november 1927, *NJ* 1928, 364 (*Mendes de Leon*), in deze zin ook Rb. Breda 1 mei 1990, *NJ* 1990, 740 (*Tilburgsche Hypotheekbank*). Zie ook voor onbehoorlijk zwijgen van commissarissen tijdens AvA: Rb. Maastricht 22 augustus 1996, *JOR* 1997/2 (*Primosa*), r.o. 4.42 en OK 17 april 1997, *J&F* 1997/81 (*Bobel*), r.o. 3.1.

⁴⁹⁴ Vgl. Strik 2007, p. 185.

Conclusie

Er zou een onderscheid gemaakt kunnen worden tussen risico's die het bestuur vrijwillig heeft aanvaard enerzijds en anderzijds: a) risico's die voortvloeien uit door de overheid opgelegde regels; en b) risico's die gevaar zetten voor derden. Voor de beheersing van de onder a) en b) weergegeven risico's zouden in het algemeen zwaardere eisen mogen worden gesteld aan de behoorlijkheid van de taakvervulling dan voor de vrijwillig aanvaarde risico's. Als het gaat om vrijwillig aanvaarde bedrijfseconomische risico's moet er sprake zijn van ernstig falen. Niet ieder project dat onjuist uitpakt moet tot aansprakelijkheid kunnen leiden. Het gevaar voor aansprakelijkheid ontstaat met name als door onadequate beheersing van dergelijke risico's het voortbestaan van de onderneming op het spel wordt gezet, terwijl dat niet in overeenstemming was met de *risk appetite*. Indien het voortbestaan van de onderneming op deze wijze op het spel wordt gezet, kan een situatie ontstaan waarin de onderneming niet meer kan herstellen van de verliezen, dat de schade voor de vennootschap en haar aandeelhouders definitief is geworden – hetzij door het faillissement van de vennootschap, hetzij een gedwongen overname en uitkoop van de aandeelhouders.

Het valt allereerst op dat rechters met name aanknopingspunten lijken te zoeken bij intern geldende regels en besluiten en de opvolging die daaraan wordt gegeven – of juist het gebrek daaraan; in het bijzonder worden meetbare criteria getoetst. Vanuit juridisch perspectief zijn dergelijke interne richtlijnen en criteria dus belangwekkend. De inhoud daarvan bepaalt in belangrijke mate de normen waaraan bestuurders zich moeten houden. Dat geldt ook op het gebied van risicomanagement. Een ander gezichtspunt betreft het belang van de beoordeling van de proceszorgvuldigheid; of belangwekkende besluiten zorgvuldig tot stand zijn gekomen.⁴⁹⁵ Zo bezien hebben bestuurders bij hun beleidsvorming het normenkader waaraan hun handelen zal worden getoetst dus in belangrijke mate zelf in de hand. Uiteindelijk hebben zij het in hun macht om de inhoud van de interne richtlijnen en procedures tot naleving daarvan te bepalen. Hetzelfde geldt voor de manier waarop zij de besluitvorming voorbereiden.

Hierbij lijkt zich een paradox voor te doen: zowel 'onderregulering' als regulering bergen aansprakelijkheidsrisico's in zich. Indien er geen risicobeheersingssystemen zijn, vervult het bestuur zijn taak niet behoorlijk. Maar als er eenmaal richtlijnen en protocollen zijn opgesteld, ontstaat wel een bepaalde verwachting dat deze regels worden gevolgd en gehandhaafd. Bij het opstellen daarvan is het derhalve van belang dat vooraf moet worden vastgesteld of de gestelde criteria en regels wel realistisch en te handhaven

⁴⁹⁵ Zie Timmerman 1988, p. 344 en Timmerman 2003, p. 560.

zijn. Dit vergt een goede kosten-batenanalyse. Daarbij heeft het bestuur, afhankelijk van de aard van de risico's, een bepaalde beleidsvrijheid.

Voor het maken van keuzes ten aanzien van de inrichting van de risico-beheersing binnen de onderneming, de schatting van risico's en de keuze van de risicoreactie geniet de bestuurder een aanzienlijke mate van beleidsvrijheid. Van praktisch belang is dat de besluitvorming terzake is gebaseerd op adequate informatie, een gebalanceerde afweging en ten slotte goed wordt vastgelegd.

Ook ten aanzien van het extern communiceren van de intern geldende normen en procedures zal een dergelijke afweging moeten worden gemaakt. Publieke mededelingen kunnen immers bepaalde gerechtvaardigde verwachtingen wekken.

Daarnaast tekent zich in de jurisprudentie een ontwikkeling af dat het handelen van bestuurders getoetst wordt aan een 'standaard bestuurder'.⁴⁹⁶ Die toets neemt de vorm aan van hetzij een integrale toets, waarbij de bestuurder moet voldoen aan de vereisten van een standaard bestuurder, hetzij een marginale toets, waarbij een bestuurder eerst in de gevarenzone komt indien hij handelt zoals geen enkele 'standaard bestuurder' zou handelen.

Globaal zouden de vereisten aan een 'standaard'-bestuurder op het gebied van risicobeheersing als volgt kunnen worden samengevat. Een zorgvuldig bestuurder dient zich voldoende inspanningen te getroosten om ervoor te zorgen dat er op de aard en omvang van de onderneming en haar activiteiten processen aanwezig zijn die zorgen dat belangrijke risico's binnen de onderneming worden gesignaleerd, dat deze transparant worden gemaakt binnen de organisatie en worden gerapporteerd aan het bestuur, waardoor het bestuur in staat wordt gesteld om: i) goed geïnformeerde beslissingen te nemen, ii) zoveel mogelijk verrassingen te voorkomen, opdat verliezen zoveel mogelijk op die plaatsen worden geleden en in een omvang waar het bestuur dat heeft ingecalculeerd,⁴⁹⁷ iii) tijdig in te grijpen als risico's zich verwezenlijken, en iv) juiste informatie publiek te maken over risico's en risicobeheersing binnen de onderneming. Het bestuur dient erop toe te zien dat er een interne controle is die erop toeziet dat deze processen worden geïmplementeerd, nageleefd en gehandhaafd. Als er serieuze aanwijzingen zijn dat er sprake is van een materiële zwakte in de systemen of de werking van die systemen, dan dient daarnaar een nader onderzoek te worden ingesteld. Bij materiële incidenten dient het bestuur te handelen, hetzij door de regels te handhaven, hetzij door na een afgewogen beslissing te besluiten niet te handelen of procedures aan te passen.

⁴⁹⁶ In deze zin ook Timmerman 2009, p. 11, die spreekt over de 'gemiddeld bekwame bestuurder'.

⁴⁹⁷ Vgl. ook Stulz 2008, p. 16 en Stulz 2009, p. 3.

Uiteindelijk moet het in dit soort zaken niet gaan om het enkele feit dat er een groot verlies is geleden, maar wel of het risico voorzienbaar was, en zo ja of er een bewuste, goed geïnformeerde en gedocumenteerde keuze was gemaakt om een bepaald risico te nemen, die keuze is bekendgemaakt, maatregelen zijn genomen ter beheersing van dat risico of vervolgens het risico adequaat is gemonitord en of er voldoende schadebeperkende maatregelen zijn genomen toen het risico zich verwezenlijkte.

7.1.2 BEHOORLIJKE TAAKVERVULLING DOOR DE RAAD VAN COMMISSARISSEN

De raad van commissarissen heeft volgens art. 2:140 lid 1 BW onder meer de taak om toezicht te houden op het beleid van het bestuur en de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Volgens het klassieke Nederlandse vennootschapsrechtelijke model is het bestuur verantwoordelijk voor het bepalen van de strategie en het beleid en houdt de raad van commissarissen daar toezicht op.⁴⁹⁸ De raad van commissarissen houdt toezicht op zowel het strategische als het operationele risicobeleid van het bestuur en de algemene uitvoering daarvan.

De besluitvorming over strategische risico's vindt plaats binnen het bestuur, niet in de managementlagen daaronder. Anders dan bij bijvoorbeeld de beheersing van operationele risico's, waarbij de identificatie en analyse 'bottom-up' plaatsvindt, vindt de analyse van risico's die samenhangen met strategische keuzen veelal op andere wijze plaats. Het is aan het bestuur om zich te buigen over fundamentele zaken als groepsfinanciering en het onderzoeken van en kiezen voor strategische opties en de keuze voor de *risk appetite*. Dit zijn zaken die de continuïteit van de onderneming kunnen raken.⁴⁹⁹ Het bestuur – en in zijn toezichthoudende rol, de raad van commissarissen – zal daarbij zelf de mogelijke torpedo's onder de waterlijn moeten identificeren. Hetzelfde geldt voor het uitzetten van de structuren en processen voor het operationele risicobeleid.

Commissarissen zijn bij uitstek in de positie om de uitgangspunten van het risicobeleid ter discussie te stellen; zij staan verder af van bedrijfspolitiek 'correcte' en persoonlijke motieven die bij bestuurders en andere werknemers kunnen meespelen en zij zouden in een betere positie moeten zijn om kritische vragen te stellen over risico-identificatie en risicoanalyse. Zij zijn het sluitstuk van de risicobeheersing. Daarbij mag een actieve rol van hen worden verwacht. Daarbij zouden zij in het bijzonder oog moeten heb-

⁴⁹⁸ Laatstelijk bevestigd in HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/187 (*ABN Amro*).

⁴⁹⁹ Zie hierover ook Van Manen/Jansman 2007, p. 73.

ben voor risico's die bij verwezenlijking catastrofale gevolgen kunnen hebben, zowel voor de onderneming als maatschappelijk gezien.

Ieder lid van de raad van commissarissen dient in staat te zijn om de hoofdlijnen van het totale beleid van de onderneming te beoordelen en zich een afgewogen en zelfstandig oordeel te vormen over de basisrisico's die daarbij worden gelopen.⁵⁰⁰ Voor de risicocommissie kunnen, evenals voor de auditcommissie, specifieke competentie- en ervaringseisen gelden. Principe 2.2.2 van de Code Banken bepaalt in dit verband dat een aantal leden van de risicocommissie beschikken over grondige kennis van de financieel-technische aspecten van het risicobeheer of over de nodige ervaring die een gedegen beoordeling van risico's mogelijk maakt en een aantal leden van de auditcommissie moet beschikken over grondige kennis van financiële verslaglegging, interne beheersing en audit of over de nodige ervaring die een gedegen toezicht op deze onderwerpen mogelijk maakt.

Commissarissen dienen zich er in dit verband van bewust te zijn dat de verwachtingen in de maatschappij bij het gewicht van hun rol het afgelopen decennium sterk zijn toegenomen. Het is overigens niet alleen in het belang van de onderneming, maar ook hun persoonlijke belang om die criticasterrol met verve te vervullen. De veiligste positie van een commissaris is immers die waarbij de strategie (en de risicobeheersing) niet tot brokken leidt.

De vraag kan gesteld worden of het in de praktijk ook zo uitwerkt dat commissarissen daadwerkelijk meer op afstand staan en een minder grote verantwoordelijkheid zouden dragen als het gaat om de strategie. Toegegeven, het bestuur neemt daar het voortouw, heeft de *lead*, de commissarissen volgen; het is niet aan commissarissen om op dit punt initiatieven te nemen en beleid te formuleren.⁵⁰¹ Maar zodra de commissarissen hebben ingestemd met de strategie en het beleid van het bestuur – of, anders gezegd, daarover geen veto hebben uitgesproken – dragen zij daarvoor in principe mede verantwoordelijkheid. Dit geldt bijvoorbeeld ook voor het uitzetten van de risicostrategie van de onderneming, daaronder begrepen het bepalen van de *risk appetite*. Als het tot een aansprakelijkheidsprocedure komt, kunnen commissarissen zich lastig van de strategie en het beleid distantiëren.

Hoewel op het gebied van operationeel risicobeleid het bestuur de structuren en processen zal doen opzetten, is een belangrijke taak van het bestuur ook het houden van toezicht op de uitvoering van het operationeel risicobeleid in de organisatie en terzake gedelegeerde taken.⁵⁰² Dit wordt beschreven

⁵⁰⁰ In deze zin ook: Code Banken principe 2.1.4.

⁵⁰¹ In deze zin: Glasz 1986a, p. 19.

⁵⁰² Zie over toezicht op gedelegeerde taken Fama/Jensen 1983, p. 10, 12.

als ‘*monitoring*’⁵⁰³ en is door economen Fama en Jensen ingedeeld onder ‘*decision control*’.⁵⁰⁴ Operationeel risicomanagement is een functie die door de hele organisatie wordt uitgevoerd. Op dat punt is de rol van het bestuur voor een belangrijk deel een toezichthoudende; het houdt toezicht op de werknemers van de vennootschap (met name het senior management dat geen lid is van het bestuur) en de besturen van eventuele dochtervennootschappen.

De raad van commissarissen is uiteindelijk het laatste toetsingsorgaan. De eerste linie is de business en het lijnmanagement van de businessunit of divisie, dat in de praktijk risico’s identificeert, beheerst en signaleert.⁵⁰⁵ Vervolgens is daar de risicofunctie – de CRO en andere risicomangers – en ten slotte de auditfunctie, die een en ander controleren.⁵⁰⁶ Deze drie verdedigingslinies vinden ook hun weerslag in het bestuur, waarin bestuurders zitting hebben die primair verantwoordelijk zijn voor de business en de CFO of de CRO die verantwoordelijk zijn voor de auditfunctie en/of de risicofunctie binnen de organisatie. De raad van commissarissen vormt uiteindelijk het sluitstuk van de risicobeheersingspiramide en houdt toezicht op het bestuur.⁵⁰⁷ Zoals hiervoor in par. 4.2 beschreven, is in de financiële sector een ontwikkeling op gang gekomen waarbij ook in sommige raden van commissarissen een onderscheid kan worden gemaakt tussen de verdedigingslinies business/risico/audit, zowel bij de vorming van commissies van de raad van commissarissen, als in de profielschets van de raad van commissarissen. De raad van commissarissen kan meer afstand nemen van de praktijk van het *executive management*, en de concrete incidenten die zich daar voordoen, en focussen op de grote lijnen en kaders. Nestor omschreef de taak van de *board* als volgt:

*‘The primary responsibility of a bank board is to ensure that the franchise can survive outside shocks and prosper in good times. The board’s role is to rise above the technicalities of risk management and ask the big questions going forward. [...] boards will also need to develop their collective capacity to focus on franchise risk and think out of the bank’s risk manager’s box.’*⁵⁰⁸

⁵⁰³ Zie Cools 2006, p. 97 en vgl. Dumoulin 2005, p. 267.

⁵⁰⁴ Zie Fama/Jensen 1983, p. 4, en Van Manen/Jansman 2007, p. 73-74.

⁵⁰⁵ Vgl. Louwman/Steens 1994, p. 16, Lee/Sarneel 2008, p. 252.

⁵⁰⁶ Zie Lee/Sarneel 2008, p. 252.

⁵⁰⁷ Vgl. ook Keay 2009, p. 190, die wijst op het verschil in toezicht tussen *executives* en *non-executives*: *executives* monitoren het werk van managers die geen lid zijn van de *board*, terwijl *non-executives* het werk van *executive directors* monitoren.

⁵⁰⁸ Lapido/Nestor 2009, p. 4-5. Zie ook p. 9.

Bovendien voorziet de raad van commissarissen in een mogelijkheid om te ‘escaleren’. Indien onvoldoende gehoor wordt gevonden bij het bestuur voor bepaalde risicozaken, kan dit altijd nog worden aangekaart bij de raad van commissarissen.

Als het gaat om toezicht op operationele risicobeheersing binnen de organisatie, zijn *op dat punt* naar mijn mening in de praktijk van grote concerns de verschillen in verantwoordelijkheden van bestuurders en commissarissen voor een belangrijk deel eerder gradueel dan principieel te noemen. De taak van de raad van commissarissen wordt op meer geaggregeerd niveau uitgeoefend. De raad van commissarissen is gefocust op het totaal plaatje. Het verschil in positie maakt wel dat bestuurders – anders dan commissarissen – in de gang van zaken in de lagen onder het bestuursniveau eerder kunnen (en moeten) ingrijpen. Hoewel gezegd zou kunnen worden dat dit de taak van commissarissen fundamenteel anders maakt, kan daartegen worden ingebracht dat dit ook is terug te voeren op het verschil in aggregatieniveau. Globaal kan gezegd worden dat volgens dezelfde lijnen als met name weergegeven in par. 7.1.1 onder (6) t/m (12), die gelden voor het toezicht van het bestuur op het operationele risicomangement dat in de organisatie plaatsvindt, de raad van commissarissen toezicht moet houden op dat toezicht door het bestuur.⁵⁰⁹ Hoewel het verschil in taken van het bestuur en de raad van commissarissen op het gebied van toezicht op de uitvoering van operationeel risicobeleid zoals gezegd gradueel verschilt, kan dit desondanks in de praktijk wel een serieus verschil in aansprakelijkheidspositie van *executives* ten opzichte van *non-executives* en bestuurders ten opzichte van commissarissen tot gevolg hebben. Dat onderscheid is hoofdzakelijk terug te voeren op de volgende feitelijke verschillen in:

- (a) de omvang en reikwijdte van de taak – commissarissen houden zich op een geaggregeerder niveau met toezicht op risicobeheersing bezig en toetsen doorgaans achteraf;
- (b) de intensiteit van de betrokkenheid bij de onderneming⁵¹⁰ – commissarissen houden zich niet dagelijks bezig met de gang van zaken en de risicobeheersing binnen de onderneming.⁵¹¹ Hierdoor beschikken zij in hun algemeenheid over minder kennis over en ervaring met onder meer de bedrijfsprocessen van de onderneming;

⁵⁰⁹ Bij de jurisprudentieverwijzingen in die paragrafen is overigens reeds verwezen naar relevante passages voor commissarissen.

⁵¹⁰ Van Manen/Jansman 2007, p. 78.

⁵¹¹ Zie ook over de onhaalbaarheid van toezicht van commissarissen op het dagelijks beleid van het bestuur: Asser/Maeijer/Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, p. 603 en Glasz 1986a, p. 76.

- (c) hun positie in de informatieketen – commissarissen staan door hun positie aan de top van de piramide meer op afstand van de organisatie dan bestuurders. Hoewel commissarissen ook andere mogelijkheden hebben om aan informatie te komen, worden zij primair van informatie voorzien door het bestuur⁵¹² (en de secretaris van de vennootschap). Er is veelal sprake van informatieasymmetrie.

In het algemeen geldt voor commissarissen dat zij een eigen verantwoordelijkheid hebben dat zij beschikken over de kennis, kwaliteiten en vaardigheden die passen bij het relevant type onderneming. Met betrekking tot risicomanagement kan dit betekenen dat nadere (bij)scholing gewenst is, bijvoorbeeld om een goed begrip van belangrijke risico's in de betreffende industrie, ingewikkelde risicoanalysemodellen of het relevante juridische wet- en regelgevingskader te bevorderen.

7.2 *Aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving – art. 2:139 BW en art. 2:150 BW*

Art. 2:139 BW bepaalt dat indien door de jaarrekening, door tussentijdse cijfers die de vennootschap bekend heeft gemaakt of door het jaarverslag een misleidende voorstelling wordt gegeven van de toestand der vennootschap, de bestuurders tegenover derden hoofdelijk aansprakelijk zijn voor de schade die zij daardoor hebben geleden. Commissarissen zijn uit hoofde van art. 2:150 BW hoofdelijk met het bestuur aansprakelijk voor een misleidende jaarrekening. De bestuurder die bewijst dat dit aan hem niet te wijten is, is niet aansprakelijk. Hetzelfde geldt voor een commissaris die bewijst dat dit niet aan een tekortkoming zijnerzijds in het toezicht is te wijten.

In deze paragraaf zal ik eerst ingaan op het vereiste in art. 2:139/150 BW dat er sprake moet zijn van misleidendheid van de financiële verslaggeving. Daarna zal ik kort het causaliteitsvereiste bespreken. De invulling van de disculpatiegrond zal hierna in par. 9.2, waar wordt gesproken over de verhouding met art. 2:9 BW, en in par. 9.3.1, waar wordt ingegaan op de relevantie van taakverdeling, worden besproken.

In het kader van de kredietcrisis lijken er twee categorieën fouten te zijn waarvoor art. 2:139/150 BW relevant kan zijn. Allereerst zou het zo kunnen zijn dat achteraf de jaarlijkse en tussentijdse gepubliceerde financiële cijfers van banken misleidend waren. Daarbij is te denken aan de waardering van *subprime*-activa en de omstandigheid dat belangrijke activa en verplichtingen of voorzieningen tegen belangrijke risico's niet op de balans van banken

⁵¹² Van Manen/Jansman 2007, p. 74, 78.

voorkwamen.⁵¹³ Ik zal niet ingaan op deze jaarrekeningtechnische elementen.

Een tweede categorie betreft de aansprakelijkheid van bestuurders op grond van art. 2:139 BW voor het misleidende jaarverslag, in het bijzonder voor de inhoud van de risicoparagraaf, die veelal de ‘in control’-verklaring bevat. In het algemeen is de kwaliteit van die paragraaf een belangrijk aandachtspunt, alleen al gegeven het feit dat de AFM in het kader van het verslaggevingstoezicht relatief veel mededelingen geeft aan ondernemingen over de naleving van de *best practice* bepalingen van de Nederlandse Corporate Governance Code inzake interne risicobeheersings- en controlesystemen.⁵¹⁴ De AFM besteedt overigens geen aandacht aan de opzet en werking van de interne controle en er vindt geen controle plaats van de onderliggende transactiegegevens ten aanzien van een volledige, tijdige en juiste vastlegging.⁵¹⁵ In de speerpuntenbrief voor het AvA-seizoen 2008 berichtte Eumedion meer belang te hechten aan een brede risicoparagraaf dan de ‘in control’-verklaring.⁵¹⁶

Voor zover het gaat om fouten in het risicobeheersings- en controlesysteem dat betrekking heeft op het financiële verslaggevingsproces in de verslagperiode van een jaarrekening, zal zich dat in de praktijk voor een belangrijk deel oplossen in de aansprakelijkheid van bestuurders voor een misleidende jaarrekening. Wel kan de af/aanwezigheid en het functioneren van het systeem aan de orde komen in het kader van een disculpatieverweer.⁵¹⁷

Het jaarverslag kan een belangrijker aanknopingspunt vormen als de aansprakelijkheid voor de jaarrekening en tussentijdse cijfers te weinig houvast zou bieden. Het gaat dan in de eerste plaats om risico's die zich eerst na publicatie van de laatste jaarrekening en tussentijdse cijfers hebben gematerialiseerd en volgens de geldende financiële verslaggevingsregels nog niet in die financiële verslaggeving verwerkt hoefden te worden en in de tweede plaats om risico's die niet zien op het financiële verslaggevingsproces. Concreet valt te denken aan het risico van het instorten van de interbancaire kredietmarkt, wat veelal niet verwerkt was in het jaarverslag over 2007 of de effecten van de kredietrisico's verbonden aan gestructureerde producten, die veelal niet waren vermeld in het jaarverslag over 2006. Aandeelhouders en schuldeisers kunnen dan op dat punt niet teruggrijpen op aansprakelijkheid

⁵¹³ Dit is aan de orde gesteld in Amerikaanse rechtszaken tegen banken. De AFM heeft aangegeven in 2009 bijzondere aandacht te zullen besteden aan verslaggevingsaspecten die verband houden met de financiële crisis. Zie Dinant/Meershoek 2009, p. 20.

⁵¹⁴ Zie o.a. Dinant/Meershoek 2009, p. 19-20.

⁵¹⁵ Dinant 2007, p. 7.

⁵¹⁶ Brief Eumedion d.d. 8 november 2007, op: www.eumedion.com.

⁵¹⁷ Strik 2007b, p. 331.

van bestuurders wegens misleidende (half)jaarcijfers en zijn aangewezen op aansprakelijkheid wegens mogelijke misleidendheid van het jaarverslag, in het bijzonder de risicoparagraaf en de ‘in control’-verklaring. Van belang is op te merken dat de in *best practice* bepaling II.1.5 voorgeschreven ‘in control’-verklaring uitsluitend ziet op i) onjuistheden van materieel belang in de gepubliceerde financiële verslaggeving en ii) de werking van de systemen terzake in het verslagjaar. Het ziet dus niet op andersoortige risico’s.

Uit onderzoek van het NIVRA van jaarverslagen van beursgenoteerde ondernemingen over 2007 blijkt dat slechts 4% van de ondernemingen in de risicoparagraaf eventuele materiële tekortkomingen vermeldt die zijn geconstateerd in de beheersings- en interne controlesystemen, terwijl één op de vijf ondernemingen wel melding maakt van doorgevoerde of geplande verbeteringen. NIVRA vindt daarin bevestiging dat ondernemingen liever geen inzicht wensen te geven in mogelijke tekortkomingen van deze systemen.⁵¹⁸

Het begrip ‘misleidend’ is niet vastomlijnd. Er is geen gepubliceerde jurisprudentie over aansprakelijkheid voor een misleidend jaarverslag. Aansluiting kan worden gezocht bij de wijze waarop dat begrip wordt toegepast in de context van art. 6:198 BW in het kader van prospectusaansprakelijkheid. Daarbij moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt.⁵¹⁹ De beoordeling of een jaarverslag misleidend is, is een feitelijke kwestie. De inkleding van de mededeling kan van betekenis zijn bij de beantwoording van deze vraag.⁵²⁰ Een mededeling kan misleidend zijn indien daarmee een onjuist, onvolledig of verwarrend signaal naar de markt wordt gegeven.⁵²¹ Te denken valt in dit verband bijvoorbeeld aan het nalaten om een materieel risico te vermelden of een onjuiste ‘in control’-verklaring. Ook het verbloemen van een materieel risico door dit onopvallend te presenteren kan misleidend zijn. Overigens hoeft door het jaarverslag heen verspreide informatie niet per se tot het oordeel te leiden dat dit een misleidende presentatie is. Het gaat er in dat geval om of er sprake is van een zodanige spreiding van informatie dat een belegger deze daardoor niet met een in redelijkheid te verlangen inspanning aan het jaarverslag kon ontleen.⁵²²

⁵¹⁸ NIVRA 2008, p. 40, 45.

⁵¹⁹ In deze zin bij prospectusaansprakelijkheid: HR 30 mei 2008, *JOR* 2008/209 (*TMF*), r.o. 2.4.

⁵²⁰ In deze zin: A-G Timmerman in zijn conclusie inzake WOL d.d. 6 februari 2009, *LJN* BH2162.

⁵²¹ Hof Amsterdam 3 mei 2007, *JOR* 2007/154 (*WOL*), r.o. 2.10.4.

⁵²² Zie bijv. Hof Amsterdam 3 mei 2007, *JOR* 2007/154 (*WOL*), r.o. 2.15.5.

Een ander voorbeeld is een (onjuiste) weergave van de waarschijnlijkheid of de kwantificering van een vermeld risico.⁵²³ Opgemerkt wordt dat als het risico waarvan een kwantificering is gegeven in een jaarverslag zich vervolgens verwezenlijkt en het negatieve effect voor de vennootschap hoger blijkt te zijn dan de in dat jaarverslag opgenomen kwantificering, dat niet zonder meer bewijs is van de misleidendheid van die kwantificering. De kwantificering was immers een resultante van een kansberekening ten aanzien van de realisatie van het risico en een schatting van de verwachte omvang van het negatieve effect. In dit verband kan worden verwezen naar een uitspraak van de minister tijdens de parlementaire behandeling art. 2:391 lid 2 BW over ‘mededelingen omtrent de verwachte gang van zaken’:

‘Het is duidelijk dat toekomstverwachtingen door de onverwachte werkelijkheid kunnen worden achterhaald. Het ontwerp verlangt niet dat onzekere interne prognoses op tafel worden gelegd. Indien hetgeen wordt meegedeeld verantwoord is op het tijdstip van de mededeling zal ieder redelijk mens, en zeker een rechter, er rekening mee houden dat een verwachting een verwachting is, en niet een van vervulling behelst.’⁵²⁴ (onderstr. toegev.).

Eenzelfde redenering kan worden gevolgd over de voorgeschreven beschrijving van de voornaamste risico’s en onzekerheden volgens art. 2:391 lid 1 BW en de kwantificering daarvan in het jaarverslag:⁵²⁵

‘Van de vennootschappen kan niet worden verlangd dat zij meer dan – wat de toelichting noemt – globale en vage uitlatingen geven. Het publiceren van interne prognoses kan in redelijkheid niet van de vennootschap worden verlangd. Indien gepubliceerde prognoses niet worden gehaald, leidt dit tot ernstige teleurstelling. Een grote mate van terughoudendheid met publicatie van interne prognoses is een te respecteren belang van de vennootschap. Aan een vennootschap die volstaat met globale uitlatingen moet niet kunnen worden verweten dat zij in strijd met de wet handelt.’ (onderstr. toegev.).

Hieruit valt af te leiden dat het in het jaarverslag weergegeven van globale effecten van de gevolgen van de verwezenlijking van bepaalde risico’s met bewoordingen als ‘significante impact’ of ‘relevant deel’ kan volstaan.⁵²⁶ Voor risico’s die met name financieel kwantificeerbaar zijn volgt uit IFRS dat kwantificering moet plaatsvinden. Van dergelijke risico’s – zoals valuta-

⁵²³ Zie De Monchy/Legein 2009, p. 79 die aangeven dat een kwantificering een positief effect kan hebben op de informatieve waarde van de beschrijving.

⁵²⁴ *Kamerstukken II* 1981/82, 16 326, nr. 8, p. 17.

⁵²⁵ *Kamerstukken II* 1980/81, 16 326, nr. 6, p. 2.

⁵²⁶ Vgl. ook A-G Timmerman in zijn conclusie inzake WOL d.d. 6 februari 2009, *LJN* BH2162, die aangeeft dat een mededeling die een grote objectiviteit en waarheidspretentie uitstraalt eerder kan worden aangemerkt als misleidend dan een mededeling die minder objectiviteit uitstraalt.

of renterisico's – wordt in de praktijk al vaak een kwantificering in het jaarverslag weergegeven.⁵²⁷ Publicatie van een kwantificering brengt eerder aansprakelijkheidsvragen met zich. Het bepalen van de waarschijnlijkheid waarmee bepaalde risico's zich zullen voordoen is nog moeilijker dan het bepalen van de impact daarvan.⁵²⁸ Bovendien kunnen risico's zich simultaan realiseren, kan er een correlatie bestaan tussen verschillende risico's of kunnen risico's een groter effect hebben in crisissituaties. Dit kan de totale effecten van de opgetreden risico's vergroten.⁵²⁹ Met een dergelijke correlatie wordt geen rekening gehouden bij het kwantificeren van een individueel risico.⁵³⁰ Hoe dan ook is terughoudendheid geboden bij de beoordeling of een mededeling waarin een schatting of kwantificering van een mogelijk risico wordt gegeven misleidend is.

Ook een mededeling die op het moment dat deze wordt gedaan juist, maar onhoudbaar is, gezien reeds bekende of redelijkerwijs voorzienbare ontwikkelingen die worden verzwegen, kan misleidend zijn.⁵³¹ In ieder geval is er bij voornoemde situaties steeds een bepaalde materialiteit vereist.⁵³² Mede van belang kan zijn of een mededeling een doorlopend of herhaald karakter heeft, waarvan een bepaalde suggestie uitgaat.⁵³³ Er is geen sprake van misleidendheid in geval van het ontbreken van informatie die bij de gemiddelde belegger bekend moet worden verondersteld.⁵³⁴ Hiervan kan bijvoorbeeld sprake zijn indien een eiser zich beroept op het ontbreken van een belangrijk risico in de risicoparagraaf, terwijl het bestaan van een dergelijk risico van algemene bekendheid is.

Hierbij komt de vraag op wat het effect is van het opnemen van disclaimers in de risicoparagraaf. Allereerst zij opgemerkt, dat ook indien er geen disclaimers zijn opgenomen, de relativiserende kanttekeningen in de hiervoor weergegeven wetsgeschiedenis van toepassing zijn. Dat relativeert ook direct de toegevoegde waarde van een dergelijke disclaimer. Indien een disclaimer wordt opgenomen, verdient het wel aanbeveling om deze op in het oog springende wijze te vermelden: het liefst in de buurt van de tekst waar-

⁵²⁷ Uit de onderzoeksresultaten van NIVRA, p. 25-26 blijkt dat in de jaarverslagen over 2007 85% van de ondernemingen de (potentiële) effecten van één of meerdere risico's kwantificeert.

⁵²⁸ NIVRA 2008, p. 6, 27 constateerde dat in de jaarverslagen over 2007 niet werd aangegeven wat de waarschijnlijkheid was dat de daarin genoemde risico's zich zouden verwezenlijken.

⁵²⁹ Zie o.a. Stulz 2009, p. 2, Hubbard 2009, p. 134, 187-191.

⁵³⁰ NIVRA 2008, p. 6, 44 gaf aan dat de door NIVRA onderzochte jaarverslagen over 2007 niets aangaven over de samenhang tussen risico's.

⁵³¹ Vgl. HR 7 november 1997, *JOR* 1998/9 (*VEB/Philips*), r.o. 3.4.2.

⁵³² Vgl. Hof 's-Gravenhage 29 juni 2004, *JOR* 2004/298 (*NTM/DAF Leyland*), r.o. 17. NB: Dit arrest is op andere gronden vernietigd door HR 23 maart 2001, *RvdW* 2001, 66.

⁵³³ Vgl. HR 7 november 1997, *JOR* 1998/9 (*VEB/Philips*), r.o. 3.4.2.

⁵³⁴ Vgl. Hof 's-Gravenhage 29 juni 2004, *JOR* 2004/298 (*NTM/DAF Leyland*), r.o. 25.

op deze betrekking heeft. Een goede disclaimer vermeldt de globale gevolgen van het niet-uitkomen van een toekomstverwachting of de verwezenlijking van niet-genoemde risico's. Ten slotte zou de disclaimer bij voorkeur zijn toegesneden op de positie van de vennootschap, en geen boilerplate bepaling moeten zijn.

Bij claims van schuldeisers en aandeelhouders op grond van art. 2:139 BW kan allereerst van belang zijn welke informatie beschikbaar was bij het aangaan van de rechtsverhouding met respectievelijk het verwerven van aandelen in de vennootschap. Er is immers een causaal verband vereist tussen de misleidendheid in de financiële verslaggeving en de geleden schade.⁵³⁵ Indien de eisers hun beslissing hebben genomen voordat de misleidende stukken werden gepubliceerd, is in ieder geval niet voldaan aan dat vereiste.

In een oud arrest van de Hoge Raad is echter bepaald dat niet bewezen hoeft te worden dat een aandeelhouder tot aankoop is bewogen door kennisneming van de in het geding zijnde financiële verslaggeving. Aangenomen mocht worden dat de misleidende stukken van invloed zijn geweest op de koers, en dat het redelijkerwijs te verwachten gevolg van de misleidende jaarstukken was dat de koers de werkelijke waarde te boven zou gaan en dat een belegger schade zou lijden door aankoop tegen een te hoge koers.⁵³⁶ Aan het vereiste causale verband tussen het misleidende financiële verslag en de gepleegde handeling van de geleadeerde, de zogenaamde primaire causaliteit, worden dus geen zware eisen gesteld. Wat betreft de secundaire causaliteit – het causale verband tussen de handeling van de geleadeerde en de financieel schadelijke gevolgen – ligt dat anders. Dat onderwerp zal ik thans niet behandelen.⁵³⁷

7.3 *Aansprakelijkheid uit hoofde van onrechtmatige daad – art. 6:162 BW*

Aandeelhouders en schuldeisers zouden kunnen proberen om functionarissen aansprakelijk te stellen voor falend risicomanagement uit hoofde van onrechtmatige daad. Voor zover het gaat om misleidende mededelingen in financiële verslaggeving ligt het voor de hand om een vordering op grond van art. 2:139/150 BW in te stellen. De eisers hoeven daartoe immers slechts de misleidendheid van de financiële verslaggeving te stellen, en niet te stellen en onderbouwen dat het handelen van het bestuur onrechtmatig was. Uiteraard kan het geen kwaad om art. 6:162 BW in zo'n geval in ieder geval

⁵³⁵ Zie hierover ook Strik 2007a, p. 180.

⁵³⁶ HR 11 december 1931, *NJ* 1932, p. 157-162. Vgl. ook HR 2 december 1994, *NJ* 1996, 246 (*ABN AMRO/Co op AG*).

⁵³⁷ Zie hierover Strik 2007a, p. 179.

als subsidiaire grondslag aan te voeren. Of juist als primaire grondslag, indien het onrechtmatige handelen meer omvat dan het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, bijvoorbeeld het doen van andersoortige onjuiste mededelingen aan het publiek of specifiek de eisers. Vanuit het perspectief van de eisers is wel een nadeel van art. 6:162 BW dat het niet zal leiden tot een hoofdelijke aansprakelijkheid, maar slechts tot een individuele aansprakelijkheid. Hier speelt dus niet de disculpatiediscussie als bij art. 2:9 BW. Per gedaagde zal moeten worden vastgesteld welk van zijn handelen onrechtmatig was. Daarnaast zal in geval van gezamenlijk handelen – bijvoorbeeld bij het gezamenlijk doen van publieke uitspraken of uitgeven van financiële verslaggeving – per functionaris de toerekenbaarheid moeten worden beoordeeld.

Van belang is dat volgens jurisprudentie van de Hoge Raad een onrechtmatige daadsvordering wordt ingekleurd door het vereiste van *ernstige verwijtbaarheid* voor aansprakelijkheid uit hoofde van art. 2:9 BW.⁵³⁸ Ook hier kan derhalve de gedragsnorm van art. 2:9 BW een rol spelen bij het oordeel over de onrechtmatigheidsvordering. In het *NOM/Willemsen*-arrest is bepaald dat een bestuurder onrechtmatig handelt jegens een individuele aandeelhouder indien hij een statutaire bepaling overtreedt die ter bescherming van die aandeelhouder strekt.⁵³⁹ Aannemelijk is dat dit ook geldt voor wettelijke bepalingen. Bij falend risicomanagement kan overtreding van wet- of regelgeving aan de orde zijn. De hiervoor in par. 3.1 behandelde wet- en regelgeving strekt – evenals de bepalingen in de Nederlandse Corporate Governance Code terzake – echter niet specifiek ter bescherming van aandeelhouders. Ik acht het dan ook niet aannemelijk dat een daarop gebaseerde actie – los van klachten gebaseerd op misleidende publieke mededelingen – een slagingskans heeft. In dergelijke situaties heeft immers de vennootschap schade geleden door de gestelde onbehoorlijke taakvervulling. De aandeelhouders hebben terzake slechts afgeleide schade geleden. Behoudens bijkomende omstandigheden is er op dat punt geen sprake van een schending van een specifieke zorgplicht ten opzichte van de aandeelhouders.⁵⁴⁰

⁵³⁸ HR 8 december 2006, *NJ* 2006, 659 (*Ontvanger/Roelofsen*), HR 2 maart 2007, *NJ* 2007, 240 (*Holding Nutsbedrijf Westland*), r.o. 3.4.4. HR 20 juni 2008, *JOR* 2008/260 (*NOM/Willemsen*), r.o. 5.3, HR 26 juni 2009, *RvdW* 2009, 797 (*Eurocommerce*), HR 11 september 2009, *LJN* BH4033 (*ComSystems/Van den End q.q.*). Asser/Maeijer/Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, p. 548, 565 signaleren dat de gedragsnormen van art. 2:9 BW en art. 6:162 BW op dit punt convergeren. Zie ook Kroeze/Timmerman/Wezamen 2007, p. 156, Huizink 2009, p. 111-113, Wezeman 2007, p. 219, Olden 2007, p. 1250, Steffens 2007, p. 35, Berendsen/Smit 2009, p. 176-177.

⁵³⁹ Vgl. over art. 2:129a BW (Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht), *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 13, 25.

⁵⁴⁰ HR 2 december 1994, *NJ* 1995, 288 (*Poot/ABP*).

Wat betreft de causaliteit tussen de onrechtmatige daad en de geleden schade wordt verwezen naar de opmerkingen ter zake van art. 2:139/150 BW in par. 7.2, die ook hier van toepassing zijn.

8. Algemene verweren van het bestuur en de raad van commissarissen

Een voor de hand liggend verweer van bestuurders van falende banken is dat zij zich beroepen op de marktomstandigheden, die zich onverwacht en op historisch catastrofale wijze tegen hen hebben gekeerd; een *perfect storm*. De voormalige Amerikaanse *Secretary of the Treasury* onder Bill Clinton beschreef dit als volgt:

*'I think, given the circumstance we're now in [...], which is a real crisis of confidence, this is a perfect storm. This is a very low probability event that is having huge consequence.'*⁵⁴¹

De hevige effecten van de kredietcrisis staan niet ter discussie; het heeft de wereldeconomie in de diepste recessie sinds de Tweede Wereldoorlog gebracht.⁵⁴² De vraag is of alle gevolgen daarvan voor een individuele onderneming zonder meer als een externe omstandigheid moeten worden beschouwd, waarvoor bestuurders niet verantwoordelijk kunnen worden gehouden.

Een ander mogelijk verweer kan luiden dat men niet onzorgvuldig heeft gehandeld gezien het feit dat men marktgebruiken binnen de branche heeft gevolgd op het gebied van productenaanbod en risicoanalysemethoden. In dit hoofdstuk worden de merites van deze verweren nader gezien.

8.1 Het perfect storm-verweer

Het *perfect storm*-verweer laat zich als volgt beschrijven:

*'Corporate Governance is there to enable boards to discharge their duties as best they can in the light of prevailing conditions, but if the conditions are not favourable, then the board should not be held accountable because events were outside their control. In the case of the current Financial Crisis, the Perfect Storm has arisen and many financial institutions have succumbed as a consequence. No-one, within organisations or within the regulatory or political environment foresaw the problems, and as a consequence, no matter how good the Corporate Governance arrangements, no different outcome could have been expected.'*⁵⁴³

⁵⁴¹ www.transcripts.cnn.com/TRANSCRIPTS/0810/26/fzgps.01.html.

⁵⁴² CPB 2009, p. 105.

⁵⁴³ Anderson 2009, p. 6.

Dit verweer suggereert dat een aantal willekeurige, onafhankelijke factoren is samengekomen, met een onbeheersbaar, gigantisch totaaleffect.⁵⁴⁴

Een dergelijk verweer werd door Fortis N.V. gevoerd in de tegen haar door de VEB c.s. ingestelde enquêteprocedure.⁵⁴⁵ Uit de beschikking van de Ondernemingskamer is nog geen definitieve conclusie te trekken over de houdbaarheid van dit *perfect storm*-verweer in deze zaak. Wel heeft de Ondernemingskamer een enquête bevolen, met name omdat bij herhaling de zaken anders liepen dan van de zijde van Fortis in het vooruitzicht werd gesteld met betrekking tot aangelegenheden als de solvabiliteit van Fortis, haar dividendpolitiek, de mate waarin klanten hun tegoeden bij Fortis terughaalden en haar positie in de markt in het algemeen. De Ondernemingskamer overwoog: *‘De vraag in hoeverre het in de berichtgeving uitgedragen optimisme daadwerkelijk steun vond in de feitelijke gang van zaken bij Fortis laat zich dan al snel stellen, en de omstandigheid dat klaarblijkelijk ook op het hoogtepunt van de crisis niet helder was hoe de structured products portefeuille van Fortis precies was samengesteld, waar die products zich bevonden en welk risico daarmee gemoeid was. Van de zijde van Fortis is, afgezien van een algemeen beroep op de alsmaar – en kennelijk onvoorzien – verslechterende, voor Fortis relevante marktomstandigheden, niet in concreto aan de hand van de door VEB c.s. specifiek aangeduide uitlatingen en onderwerpen ter verklaring toegelicht op welke indicaties de persberichten en andere uitlatingen waren gebaseerd en hoe op die punten vervolgens de wendingen in de feitelijke omstandigheden zich voordeden. Meer in het bijzonder is geen inzicht gegeven over de aan het bestuur ten tijde van het doen van de uitlatingen ter beschikking staande (bedrijfs- en markt)informatie die aan die uitlatingen ten grondslag kon liggen. Notulen van vergaderingen van het bestuur of enig ander overleg dat daartoe werd gevoerd zijn niet overgelegd, zodat (zelfs niet is komen vaststaan dat dergelijk overleg heeft plaatsgevonden en derhalve) ook niet inzichtelijk is geworden hoe de besluitvorming daarover zich heeft voltrokken. Dat het, gegeven de zich voordoende bijzondere omstandigheden, wellicht in het belang van (de onderneming(en) van) Fortis was dan wel heeft kunnen zijn om gedurende een bepaalde tijd een zekere onduidelijkheid in “de markt” te laten (voort)bestaan, kan aan het voorgaande niet afdoen omdat iedere informatie omtrent overleg en besluitvorming ook op dit punt ontbreekt. Nu over de door VEB c.s. in dit kader geplaatste vraagtekens bij het beleid van Fortis geen begin van een antwoord is verkregen, dient ook hier te worden geoordeeld dat aanleiding bestaat voor twijfel over de juistheid van dat beleid.’ (onderstr. toegev.).*

⁵⁴⁴ Vgl. Hubbard 2009, p. 190.

⁵⁴⁵ OK 24 november 2008, JOR 2009/9 (Fortis), r.o. 3.12.

Steun voor het *perfect storm*-verweer kan worden gevonden in de wetsgeschiedenis van de Tweede en Derde Misbruikwetgeving, waarin wordt vermeld dat er geen sprake is van aansprakelijkheid van bestuurders in de zin van die regelingen in geval van andere oorzaken van het faillissement dan onbehoorlijke taakvervulling door het bestuur. Als voorbeelden worden in dit kader aangehaald: onvoorziene economische tegenslag,⁵⁴⁶ het onverwacht dichtgaan van de kredietkraan⁵⁴⁷ terwijl een bestuurder erop mocht rekenen dat de vaste bankrelatie van de onderneming krediet zou verschaffen, doch een onverwachte instructie tot kredietbeperking de bank dwingt het krediet te beperken,⁵⁴⁸ het uitblijven van betalingen van belangrijke debiteuren⁵⁴⁹ en het wegvallen van een buitenlandse markt door oorlogsomstandigheden.⁵⁵⁰

Recente voorbeelden van art. 2:138/248 BW-procedures waarin een beroep van bestuurders op marktomstandigheden als oorzaken van het faillissement werden gehonoreerd zijn Rb. Amsterdam 28 december 2005, *JOR* 2006/259 (*Commodore*), r.o. 12 jo. 11, Rb. Rotterdam 12 september 2007, *NJF* 2007, 543 (*Moonlight Administratiekantoor*), r.o. 5.5 jo. 5.4, Rb. Middelburg 19 maart 2008, *JOR* 2009/47 (*Plastics Holding*), r.o. 3.3.3, Rb. Rotterdam 23 april 2008, *JIN* 2008/415 (*Wilro*), r.o. 2.5, Rb. Groningen 11 juni 2008, *IF&Z* 2008/243 (*Werwi*), Rb. Leeuwarden 17 september 2008, *LJN* BF2237 (*Aquadroom*), r.o. 2.3. Overigens lijken dergelijke verweren even regelmatig te worden verworpen, zie recentelijk bijvoorbeeld Rb. Arnhem 25 maart 2009, *LJN* BH9036 (*Fresh Frozen Allround*), r.o. 5.14, Rb. 's-Gravenhage 29 oktober 2008, *JIN* 2009/40 (*Spencer Dunnewolt*), r.o. 4.22, Rb. Utrecht 3 januari 2007, *VN* 2007/11.21, r.o. 4.21, Rb. Arnhem 19 april 2007, *LJN* BA 5588 (*Action Uitzendbureau*), r.o. 4.11.

Maar uit diezelfde wetsgeschiedenis blijkt dat er ook niet onbeperkt een beroep kan worden gedaan op dergelijke externe factoren. Er wordt immers ook gezegd dat het wel moet gaan om omstandigheden waartegen het bestuur 'zich niet heeft kunnen wapenen'.⁵⁵¹ In het bijzonder wordt ten aanzien van betalingsonmacht van de vennootschap samenhangend met de algemene economische omstandigheden van het moment gezien, opgemerkt dat dit niet voor rekening van de bestuurder komt, 'tenzij hem kan worden ver-

⁵⁴⁶ *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 6, p. 38, 41.

⁵⁴⁷ *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 6, p. 41.

⁵⁴⁸ *Kamerstukken II* 1980/81, 16 530, nr. 3-4, p. 15.

⁵⁴⁹ *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 6, p. 41.

⁵⁵⁰ *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 6, p. 38, 41.

⁵⁵¹ *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 6, 41.

weten dat hij nagelaten heeft bepaalde redelijk van hem te vergen maatregelen te treffen om aan die toestand het hoofd te bieden'.⁵⁵²

Prima facie zal een gefundeerd beroep op dergelijke omstandigheden in het voordeel van de bestuurders kunnen uitwerken. Indien de wederpartij echter zijn stelling kan onderbouwen dat het bestuur heeft nagelaten redelijke maatregelen te treffen: i) om het zich verwezenlijkte, voorzienbare, risico vooraf te beheersen; en/of ii) ter afwending of beperking van de nadelige gevolgen daarvan, is het aan de bestuurders om dat te weerleggen. Een beroep op een *perfect storm*, of verslechterde marktomstandigheden in het algemeen, hoeft derhalve niet zonder meer te worden gehonoreerd. Dergelijke omstandigheden zijn niet zonder meer een overmachtsituatie voor het bestuur. Het is immers een ervaringsfeit dat onder moeilijke economische omstandigheden verschillende bedrijven verschillend presteren. Sommige bedrijven gaan failliet, andere bedrijven weten de *perfect storm* te doorstaan.

Zie in dit verband Rb. Arnhem 28 december 2005, *JOR* 2006/259 (*Commodore*), r.o. 12, waarin de rechtbank overwoog dat het beroep van de curator op de omstandigheid dat andere bedrijven in de branche niet waren gefailleerd onder dezelfde marktomstandigheden niet met zich bracht dat het faillissement in belangrijke mate is veroorzaakt door onbehoorlijk bestuur, aangezien aannemelijk was dat er allerlei verschillen waren tussen die bedrijven, bijvoorbeeld wat betreft assortiment, toeleveranciers, klantenkring enz., waardoor zij in verschillende mate door de marktomstandigheden werden getroffen.

Ook in de huidige financiële crisis heeft dit verschijnsel zich voorgedaan:⁵⁵³ *'While some of the problems could not be identified at firm specific level, and while some well run banks were affected by systemic developments over which they had no influence, there were also many cases where internal risk management was ineffective and where boards failed adequately to identify and constrain excessive risk taking.'*⁵⁵⁴

De sleutel voor de verklaring van die verschillen kan – maar hoeft natuurlijk niet – besloten liggen in de wijze waarop de betreffende besturen met risicobeheersing zijn omgegaan. In de *Ceteco*-zaak concludeerde de Rechtbank Utrecht dan ook terecht dat zelfs indien er zich een omzetsdaling voordoet, veroorzaakt door een teruggang in de economie, die een belangrijke oorzaak is van het faillissement, niet noodzakelijkerwijs volgt dat de

⁵⁵² *Kamerstukken II* 1980/81, 16 530, nr. 3-4, p. 15.

⁵⁵³ OECD 2009a, p. 7-8. Zie ook OECD 2009b, p. 12 en IFF-rapport, p. 23, 31.

⁵⁵⁴ Turner 2009, p. 92.

wijze waarop de bestuurders en commissarissen hun taak hebben vervuld niet ook een belangrijke oorzaak is voor het faillissement.⁵⁵⁵

De hiervoor weergegeven *perfect storm* benadering gaat voorbij aan een vaststelling van de specifieke in het geding zijnde taken die het bestuur had op het gebied van risicomanagement en toetsing van het concrete gedrag van die bestuurders aan die taken. Zoals hiervoor onder 8.3.1 besproken, gaat het er om of de risico's op adequate wijze zijn geanalyseerd, beheerst en bekendgemaakt. In het kader van dit verweer zal onder meer de wijze waarop de verschillende risico's, die in de *perfect storm* samenkwamen, zich tot elkaar verhielden en in hoeverre dit voorzienbaar was aan de orde kunnen komen.

Indien vaststaat dat bestuurders terzake hun taken onbehoorlijk hebben vervuld, moet vervolgens nog wel de causaliteit tussen die onbehoorlijke taakvervulling en de geleden schade worden vastgesteld.⁵⁵⁶ Er waren immers ook andere factoren die een rol speelden. Onmiskenbaar zijn er ook andere factoren aan te wijzen, zoals fundamentele economische omstandigheden, op momenten gebrekkig toezicht van de regelgevers en politiek:

*'While it is not currently possible to prove this without considerable additional research, the general expectation is that those institutions that have weathered the storm best are those with the best embedded Corporate Governance models and those that have fared worst were those with poor Corporate Governance models. Furthermore, it is arguable that even if Corporate Governance is not a cause of the Financial Crisis, it has to have been at least a contributory factor in its severity.'*⁵⁵⁷

8.2 Dwaling ten aanzien van effectiviteit best practice risicoanalyse-methoden

Zelfs de meest sophisticated risicobeheersingsmodellen kunnen fouten bevatten.⁵⁵⁸ Deze kunnen lange tijd onopgemerkt blijven, totdat een risico in de buitencategorie zich voordoet. Dit is een systeemfout,⁵⁵⁹ waarvan de kans op realisatie kan worden verkleind door regelmatig de betrouwbaarheid van de modellen te controleren aan de hand van historische gegevens.⁵⁶⁰ Hetzelfde kan gelden voor werkingsfouten; indien modellen systematisch onjuist worden toegepast of de resultaten daarvan verkeerd worden gebruikt. In de kredietcrisis kwam een wijdverbreid falen van (toepassingen van)

⁵⁵⁵ Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10 (*Ceteco*).

⁵⁵⁶ Het behandelen van deze causaliteitsproblematiek valt buiten het bestek van dit preadvies.

⁵⁵⁷ Anderson 2009, p. 16.

⁵⁵⁸ Hubbard 2009, p. 153.

⁵⁵⁹ Hubbard 2009, p. 77.

⁵⁶⁰ Zie Hubbard 2009, p. 77.

bepaalde risicoanalysemodellen aan het licht. Het meest kwam de zogenaamde Value at Risk-methode onder vuur te liggen. Kritiek op deze methode was dat deze te weinig rekening hield met gebeurtenissen die zich nog niet in het verleden hadden voorgedaan⁵⁶¹ en weinig inzicht gaven in de waarschijnlijkheid of omvang van abnormale verliezen.⁵⁶²

Computergestuurde modellen die putten uit historische gegevens vanaf de korte tijd dat er computers bestonden, hebben (evident) ook belangrijke beperkingen.⁵⁶³ Bovendien gaan veel modellen uit van een zogenaamde standaard-normale verdeling, terwijl het goed mogelijk is dat de aan financiële markten onderliggende fenomenen niet functioneren volgens een dergelijke verdeling, maar een andere verdeling of zelfs (volstrekt) willekeurig zijn.⁵⁶⁴ Hubbard beschrijft dit verschijnsel als volgt:

*‘This widespread inability to make the sometimes-subtle differentiation between methods that work and methods that don’t work means that ineffectual methods are likely to spread. Ineffectual methods may even be touted as “best practices” and, like a dangerous virus with a long incubation period, are passed from company to company with no early indicators of ill effects until it’s too late. [...] Ineffective risk management methods that somehow manage to become standard spread this vulnerability to everything they touch.’*⁵⁶⁵

Een mogelijk verweer van bestuurders kan zijn dat op het moment dat dergelijke modellen werden toegepast, als *good practice* of *best practice* werden beschouwd; het zogenaamde *state of the art* of *state of the industry* verweer.⁵⁶⁶ Voor de beantwoording van de aansprakelijkheidsvraag is naar mijn mening niet zonder meer doorslaggevend of een bepaald model al dan niet effectief was. De beslissing die wordt genomen op basis van de informatie verkregen na toepassing van een dergelijke risicoanalyse blijft in de kern een schatting. Een risicoanalysemodel geeft immers geen zekerheid dat een bepaald scenario zich zal verwezenlijken; het is slechts een hulpmiddel om de waarschijnlijkheid en omvang van mogelijke risico’s te schatten. Dat met wijsheid achteraf gezegd zou kunnen worden dat een verkeerde schatting is gemaakt, maakt niet dat het bestuur zijn taak onbehoorlijk heeft vervuld.

⁵⁶¹ Zie Stulz 2009, p. 10.

⁵⁶² Lapido/Nestor 2009, p. 65, 68. Zie ook Stulz 2008, p. 20.

⁵⁶³ Zie Lapido/Nestor 2009, p. 79. Vgl. ook Stulz 2009, p. 3.

⁵⁶⁴ Zie Hubbard 2009, p. 157, 181-187. Hierover ook Beck 2009, p. 51.

⁵⁶⁵ Hubbard 2009, p. 4-5. Ook Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 13 wijst op de mogelijkheid van branche-brede verstoringen in de afweging van opbrengst en risico in besluitvorming.

⁵⁶⁶ Vgl. Dunne 2002, p. 120.

Zoals hiervoor uiteengezet kan wel worden geveerd dat het bestuur een geïnformeerde beslissing neemt en daartoe derhalve een risicoanalyse doet maken. Het gaat echter niet aan om deze achteraf volledig na te kaarten. Gezegd kan worden dat als uitgangspunt, indien bestuurders risicoanalysemethoden toepassen die marktconform zijn, die vervolgens getest zijn op betrouwbaarheid binnen de eigen organisatie en er geen sprake was van waarschuwingssignalen over bijvoorbeeld het (dis)functioneren van die modellen, bestuurders te goeder trouw gebruik mogen (doen) maken van die methoden zonder dat ze vanwege het gebruik daarvan een aansprakelijkheidsrisico lopen. Dat inmiddels allerlei nieuwe *best practices* geformuleerd zijn ten aanzien van risicoanalysemodellen doet daar niet aan af.⁵⁶⁷ Zie hiervoor par. 3.3.

9. Verweren van individuele functionarissen

In hoofdstuk 7 is ingegaan op de taakvervulling door de bestuurders en commissarissen als collectief. In dit hoofdstuk zal de positie van het individu binnen dat collectief worden behandeld. Bezien zal worden wat het belang is van de persoonlijke betrokkenheid van de individuele functionarissen voor het vaststellen van aansprakelijkheid. Daarbij is een eerste belangrijke omstandigheid waarop in par. 9.1 zal worden ingegaan het moment van aan- en aftreden van individuele bestuurders. Voor art. 2:139 BW wordt in par. 9.2 ingegaan op de verhouding tussen art. 2:9 BW wat betreft disculpatiegronden. Vervolgens zal in par. 9.3 worden ingegaan op de reikwijdte en het effect van een taakverdeling voor de aansprakelijkheid op grond van art. 2:9 BW en art. 2:139 BW.

9.1 *Belang moment aan- en aftreden bestuurder*

Voor het verweer van individuele bestuurders zal het belangrijk zijn om te bezien wat hun persoonlijke betrokkenheid is geweest bij de risicobeheersingsfouten. Zoals hierna zal worden besproken speelt de onderlinge taakverdeling binnen het bestuur daarbij een belangrijke rol. Een ander aspect is de periode waarin de betrokkene bestuurder is geweest. Gezien de frequente wisseling van bestuurders bij financiële instellingen in de afgelopen jaren een niet onbelangrijk aandachtspunt voor de betrokkenen. Was de bestuurder reeds of nog in functie op het moment dat:

⁵⁶⁷ IFF 2008, p. 10.

- (1) er onvoldoende transparantie werd gegeven aan de markt over risico's en risicobeheersing?
- (2) de in het geding zijnde beoordelingsfouten werden gemaakt?
- (3) de werkingsfouten werden gemaakt dan wel de waarschuwingssignalen ten aanzien van die fouten zichtbaar werden voor de bestuurder?

Ten aanzien van systeemfouten geldt dat allereerst van belang is vast te stellen wat de status was van het systeem op het moment van aantreden van de bestuurder. Uitgangspunt is dat een bestuurder geen verantwoordelijkheid draagt voor de wijze waarop zijn voorgangers het risicobeheersingssysteem hebben opgezet. Vanaf het moment van aantreden heeft een bestuurder echter wel een verantwoordelijkheid om zelf een oordeel te vormen over die systemen en opvolging te geven aan waarschuwingssignalen die hem bereiken. Van een bestuurder mag worden verwacht dat hij zich binnen een redelijke periode na zijn aantreden een geïnformeerd oordeel vormt over de effectiviteit van de opzet van het systeem, bijvoorbeeld aan de hand van het lezen van management letters van de accountant en interne rapportages, gesprekken met de CFO, CRO, leden van de audit- of risicocommissie. In dit verband zou kunnen worden gesproken van een soort due diligence verplichting van nieuwe bestuurders. Indien daarbij of op een later moment waarschuwingssignalen opkomen ten aanzien van de opzet of werking van het risicobeheersingssysteem heeft een nieuwe bestuurder wel een verantwoordelijkheid terzake.

Daarbij dient in acht te worden genomen dat bepaalde onderdelen van een risicobeheersingssysteem niet van de ene op de andere dag te veranderen zijn; dat dit een bepaalde tijd nodig heeft. Een extreme situatie is denkbaar waarbij een bestuurder bij zijn aantreden constateert dat er feitelijk geen risicobeheersingssysteem in de vennootschap aanwezig is. Als zich binnen korte tijd na zijn aantreden in de organisatie een gebeurtenis voordoet die te wijten is aan een gebrek aan risicomangement, heeft een dergelijke bestuurder een sterk verweer dat dit niet aan hem te wijten valt. Maar indien na bijvoorbeeld een jaar blijkt dat er nog geen stappen zijn gezet om een risicobeheersingssysteem in te voeren en zich dan een dergelijke gebeurtenis voordoet, zal een bestuurder zich daar niet meer op kunnen beroepen. Indien een bestuurder na zijn aantreden serieuze acties heeft ondernomen ter invoering van een effectief risicobeheersingssysteem, maar hij onderweg wordt ingehaald door zo'n gebeurtenis, zou een dergelijke bestuurder eerder het voordeel van de twijfel moeten krijgen. Uiteraard een en ander afhankelijk van de overige omstandigheden van het geval. Eenzelfde redenering kan worden opgezet voor de situatie dat er wel een risicobeheersingssysteem is, maar dat er sprake is van systeemfouten. Dit geldt overigens ook in situaties waarin de vennootschap een andere onderneming overneemt met gebrekkige risicobeheersingssystemen.

Illustratief is de overweging van de Ondernemingskamer in de beschikking waarin zij het enquêteverzoek tegen Ahold toewees:⁵⁶⁸

‘Waar Ahold zich ervan bewust was dat de situatie wat betreft de interne controlesystemen bij USF fraudegevoelig was, mocht van haar verwacht worden dat zij er, als moederverenootschap, op toezag dat het management van USF ervoor zou zorgdragen dat die situatie op de kortst mogelijke termijn zou veranderen in één waarin daarvan niet langer sprake zou zijn en voorts dat erop vertrouwd kon worden dat, zolang van die situatie nog geen sprake was, op grond van de inzet van andere controlemechanismen niettemin redelijkerwijs kon worden uitgegaan van de betrouwbaarheid van de boeken van USF [...]. De slotsom is dat er op het vlak van [...] (ii) het boekenonderzoek ter gelegenheid van de acquisitie van USF en het toezicht van Ahold op de verbetering van de interne controlesystemen van die onderneming [...] er gegronde redenen zijn aan een juist beleid te twijfelen.’ (onderstr. toegev.).

Voor personen die voor hun benoeming tot bestuurder reeds werkzaam waren binnen de onderneming in een andere functie, geldt dat zij voor schade geleden tengevolge van door hen gemaakte fouten in die functie uitsluitend aansprakelijk zijn als werknemer. Zij zijn daarvoor niet in hun (nieuwe) hoedanigheid van bestuurder aansprakelijk. Wel kan de kennis waarover zij in die andere positie de beschikking hebben gekregen, relevant kan zijn voor de beoordeling of zij na hun benoeming als bestuurder hun taak behoorlijk hebben vervuld. De bestuurders nemen immers de kennis en ervaring opgedaan in hun eerdere positie(s) mee en mogen geacht worden die kennis en ervaring ten faveure van de onderneming in hun nieuwe hoedanigheid aan te wenden. Indien een nieuwe bestuurder vanuit zijn vorige positie binnen de financiële afdeling kennis heeft gekregen van de gevaarlijke beperking van een bepaald risicobeheersingsmodel waar het bestuur hoofdzakelijk zijn beleidsbeslissingen op baseert, mag van die bestuurder worden verwacht dat hij deze systeemfout adresseert in het bestuur en maatregelen doet nemen om te komen tot aanpassing van het model of toepassing van aanvullende risicoanalysemethode(n).

Omgekeerd doet het aftreden van een bestuurder niet direct zijn verantwoordelijkheid voor handelingen daterend van voor zijn aftreden eindigen. Wel is duidelijk dat een bestuurder niet verantwoordelijk is voor management- of beoordelingsfouten die door anderen zijn gemaakt *na* zijn aftreden, tenzij hem kan worden verweten dat het aan hem te wijten is dat zijn oud-collega's niet beschikten over belangrijke informatie terzake.⁵⁶⁹

⁵⁶⁸ OK 6 januari 2005, JOR 2005/6 (Ahold), r.o. 3.20.

⁵⁶⁹ Vgl. in een ander verband HR 4 juni 1997, NJ 1997, 671 (Text Lite), r.o. 4.12.1, waarin commissarissen een verwijt wordt gemaakt voor foutieve informatieverschaffing aan derden, terwijl zij op het moment dat de brief verzonden werd geen commissaris meer waren.

De figuur van de hoofdelijke aansprakelijkheid brengt het gevaar mee dat er onvoldoende oog is voor de nuances van de verantwoordelijkheid van de individuele bestuurders, ook in het licht van de variëteit in zittingsperioden van de verschillende betrokken personen. Een zuivere toepassing van de hoofdelijke aansprakelijkheid vergt echter dat *eerst* wordt vastgesteld waarvoor precies hoofdelijkheid zou bestaan – voor welke specifieke tekortkoming in de taakvervulling –, nog *voordat* wordt toegekomen aan de vraag of een individuele bestuurder zich kan disculperen. Dit volgt ook uit de binaire aard van het disculpatiestelsel: indien er sprake is van onbehoorlijke taakvervulling is een bestuurder of hoofdelijk aansprakelijk, of in het geheel niet aansprakelijk indien hij zich weet te disculperen. Er is geen ruimte voor gedeeltelijke aansprakelijkheid.

Dit zou zich evenmin moeten oplossen in het onderlinge regres van de bestuurders. Hoofdelijke aansprakelijkheid en regres bij bestuurdersaansprakelijkheid is immers slechts aan de orde indien de betreffende bestuurder ter zake van de tekortkoming in de behoorlijke taakvervulling een (ernstig) verwijt gemaakt kan worden. Voor fouten die zelfstandig kwalificeren als onbehoorlijk bestuur waarvoor dat niet geldt, dient geen hoofdelijkheid te bestaan en kan aan regres niet worden toegekomen.

De bewijslast ter zake van de vraag welke fouten kwalificeren als tekortkoming in de behoorlijke taakvervulling en ter zake van welke onbehoorlijke taakvervulling hoofdelijkheid van welke bestuurders bestaat, ligt in beginsel bij de eisende partij. Nu de zittingsperioden van bestuurders via het handelsregister publiek toegankelijk zijn, mag worden verwacht dat een eisende partij daar ter voldoening van zijn stelplicht voldoende aandacht aan besteedt. Dat vergt dat een eiser in geval van bestuurderswisselingen bij de onderbouwing van zijn stelling dat er sprake is geweest van onbehoorlijk bestuur ter zake van risicomanagement nauwkeurig specificeert welke fouten kwalificeren als tekortkoming in de behoorlijke taakvervulling, wanneer deze zijn gemaakt gezien in het licht van de zittingsperioden van de verschillende bestuurders en voor welke fouten er hoofdelijkheid van welke bestuurders bestaat. Vervolgens moet worden vastgesteld ten aanzien van welke schade er een causaal verband is met de gestelde onbehoorlijke taakvervulling waarvoor hoofdelijkheid bestaat.

Een voorbeeld. Een bestuurder treedt aan op 1 januari 2006. Op 4 januari 2006 wordt het bestuur geïnformeerd over het feit dat een handelaar een verlies van € 1 miljard heeft veroorzaakt. Dit was mogelijk omdat zijn bevoegdheid om transacties aan te gaan niet beperkt was tot een bepaald bedrag. Eerst op 10 januari 2006 komt het voltallige bestuur samen en besluit dan dat de handelspositie van de betreffende handelaar moet worden gesloten. Het verlies op die positie bedraagt op het moment van sluiten € 1,2 miljard. Het is duidelijk dat het verlies van € 1 miljard te wijten was aan een systeemfout: het systeem voorzag niet in een adequate beperking

van de handelsbevoegdheid van de handelaar, en waarschijnlijk een werkingsfout, waardoor de informatie over de omvang van deze handelspositie niet tijdig ter kennis is gekomen van het bestuur. De nieuw aangetreden bestuurder is gezien de korte periode dat hij in functie is niet verantwoordelijk voor het bestaan van deze systeem- of werkingsfout en zou terzake ook niet hoofdelijk aansprakelijk moeten zijn. Hij draagt wel verantwoordelijkheid voor het handelen van het bestuur na de bekendwording van de omvang van de handelspositie; de schadebeperkende maatregelen. Terzake zou het bestuur het verwijt gemaakt kunnen worden dat door eerst na zes dagen opdracht te geven de positie te sluiten, de schade is vergroot met € 200 miljoen. De nieuwe bestuurder kan daarvoor wél met zijn medebestuurders hoofdelijk aansprakelijk worden gehouden.

Ik onderken dat in situaties waarin er sprake is geweest van een samenloop van verschillende soorten fouten over een langere periode met een aantal wisselingen van functionarissen het ingewikkeld kan zijn om de feiten te kwalificeren en vervolgens de causaliteit tussen de verschillende fouten en de schade vast te stellen. Maar om te komen tot aansprakelijkheid van individuele bestuurders moet die analyse onvermijdelijk worden gemaakt. Het ligt voor de hand dat deze bewijslast primair bij de eiser ligt, die zich immers op onbehoorlijke taakvervulling van de betrokken personen beroept.

9.2 *Disculpatie bij art. 2:139/150 BW, invulling door art. 2:9 BW?*

Een individuele bestuurder kan op grond van art. 2:139 BW een beroep doen op disculpatie indien een en ander niet ‘aan hem te wijten’ is; een commissaris kan uit hoofde van art. 2:150 BW een soortgelijk beroep doen indien een en ander niet aan een tekortkoming in het toezicht zijnerzijds is te wijten. De wetsgeschiedenis van art. 2:139 BW is op dit punt uiterst summier,⁵⁷⁰ en er wordt wel betoogd dat de mogelijkheid voor individuele bestuurders of commissarissen om zich te disculperen uiterst beperkt is.⁵⁷¹ Dit zou kunnen leiden tot een (quasi)risicoaansprakelijkheid.⁵⁷²

Eerder bepleitte ik dat een dergelijk onwenselijk resultaat zou kunnen worden voorkomen door bij de beoordeling van een disculpatieverweer voldoende gewicht te hechten aan de relevante omstandigheden van het geval, waaronder de taakverdeling en dat bij de beoordeling getoetst moest worden of individuele functionarissen zich voldoende inspanningen hebben getroost

⁵⁷⁰ Zie memorie van toelichting Wijziging van de bepalingen in het Wetboek van Koophandel omtrent de Naamloze Vennootschappen van Koophandel en van daarmee samenhangende artikelen in het Wetboek van Strafrecht d.d. 14 februari 1910, art. 51a, p. 93 (Belinfante).

⁵⁷¹ Zie o.a. Kroeze 2006b, p. 87, Bras 2006, p. 102-103, Van Ginneken 2006, p. 155-157.

⁵⁷² In deze zin Kroeze 2006a, p. 12 en Kroeze 2006b, p. 87. Vgl. ook Van Ginneken 2006, p. 164-165.

om te onderzoeken of de financiële verslaggeving in orde was.⁵⁷³ In het algemeen zou een individuele disculpatiemogelijkheid kunnen worden opengesteld voor een bestuurder: i) aan wie de misleidendheid niet is toe te rekenen; en ii) die zijn (individuele) taak als bestuurder terzake behoorlijk heeft vervuld. De individuele gedragsnorm ter zake van laatstgenoemd punt zou dan gelijk zijn aan die van art. 2:9 BW. Op die manier vult de gedragsnorm van art. 2:9 BW (de disculpatiegrond van) art. 2:139/150 BW in.

De Hoge Raad past een geïntegreerde benadering toe bij art. 2:9 BW. Voor aansprakelijkheid volgens art. 2:9 BW is vereist dat de bestuurder een *ernstig verwijt* kan worden gemaakt.⁵⁷⁴ Volgens die geïntegreerde benadering ziet het begrip ‘ernstig verwijt’ zowel op de gedragsnorm als de toerekenbaarheid.⁵⁷⁵ Deze benadering zou in de praktijk door rechters ook kunnen worden toegepast. In dat geval is een wijziging van de tekst van art. 2:9 BW niet nodig. Duidelijker zou echter zijn indien de tekst van de individuele disculpatiegrond in art. 2:139/150 BW als volgt zou worden aangepast:

‘[...], tenzij het opnemen van de misleidendheid hem niet kan worden toegerekend en hij ter zake van het opstellen van het betreffende stuk zijn taak behoorlijk heeft vervuld.’⁵⁷⁶

Kroeze heeft betoogd dat dit een (quasi)risicoaansprakelijkheid is. Hij vond dat te billijken omdat de derde die in goed vertrouwen afgaat op misleidende financiële stukken er naar zijn mening terecht weinig boodschap aan heeft of het misleidende karakter van die stukken is terug te voeren op verwijtbaar handelen van bestuurders. Hij brak een lans voor andere mechanismen waarmee bona fide bestuurders uit de wind kunnen worden gehouden, door onder meer de mogelijkheid tot verzekeren voor en vrijwaring tegen aansprakelijkheid uit hoofde van art. 2:139/150 BW, nu deze aansprakelijkheid volgens hem ook aan de orde kan zijn bij afwezigheid van *ernstige verwijtbaarheid* bij individuele bestuurders.⁵⁷⁷

Ik ben juist een voorstander van een ruime disculpatiemogelijkheid voor bestuurders en commissarissen op basis van verwijtbaarheid. Niet uit het oog verloren moet worden dat de aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen op grond van art. 2:139/150 BW slechts een secundaire aansprakelijkheid is: primair is de vennootschap aansprakelijk voor gepubliceerde misleidende verslaggeving.⁵⁷⁸ In de verhouding tussen derden die te

⁵⁷³ Zie Strik 2007a, p. 185-186 en Strik 2009, p. 163, 165.

⁵⁷⁴ Zie voor jurisprudentie hiervoor voetnoot 298.

⁵⁷⁵ Asser/Maeijer/Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, p. 556 spreken over een integrale benadering, maar dat ziet op de omstandigheid dat er zonder *ernstige verwijtbaarheid* geen onbehoorlijke taakvervulling en ook geen aansprakelijkheid is.

⁵⁷⁶ Vgl. ook Kroeze 2006b, p. 87.

⁵⁷⁷ Kroeze 2006a, p. 12.

⁵⁷⁸ In deze zin o.a. Beckman 1994, p. 35 en 130, Strik 2005, p. 152, 2007a, p. 174, Bras 2006, p. 106, Van Ginneken 2006, p. 152. Anders: Van Eeghen 2004, p. 574, 577.

goeder trouw afgaan op dergelijke verslaggeving en de vennootschap dient inderdaad de verwijtbaarheid van individuele functionarissen geen rol te spelen. Dat is naar mijn mening anders als het gaat om de persoonlijke aansprakelijkheid van deze functionarissen.

Daar komt bij dat er een reëel gevaar is dat een vrijwaring of verzekering als het erop aankomt niet afdoende soelaas biedt, bijvoorbeeld omdat de vennootschap insolvent raakt of dat het verzekerd bedrag te laag is. Ik acht het onwenselijk dat een bona fide bestuurder in deze situatie daarvan het risico moet dragen.

Bovendien past de kanttekening dat de regeling van art. 2:139/150 BW in het begin van de vorige eeuw in de wet is opgenomen, in een tijd dat ondernemingen minder omvangrijk en complex waren dan bepaalde concerns tegenwoordig en toen het financiële verslaggevingscomplex vele malen eenvoudiger was en daarmee in de praktijk voor bestuurders en commissarissen overzichtelijker en beter beheersbaar. Vanuit internationaal perspectief is van belang dat de Amerikaanse Securities Exchange Act slechts voorziet in aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving indien er sprake is van *scienter*, dat een zware schuldmaatstaf inhoudt. Zelfs het in Nederland als streng beschouwde Sarbanes-Oxley regime, dat via de Securities Exchange Act tot civielrechtelijke aansprakelijkheid kan leiden, voorziet derhalve niet in een risicoaansprakelijkheid.⁵⁷⁹ Een eigentijdse, realistische benadering vergt dat met die ontwikkelingen rekening wordt gehouden bij de toepassing van art. 2:139/150 BW en de uitleg van de disculpatiegrond.

Ik geef er de voorkeur aan dat de disculpatiemogelijkheid in art. 2:139/150 BW zodanig wordt ingekleed dat het ook een reële is;⁵⁸⁰ dat indien er een disculpatieverweer wordt gevoerd er een daadwerkelijke beoordeling van de individuele verwijtbaarheid plaatsvindt. Dat zou kunnen door een beroep op de disculpatiegrond – net als door mij bepleit voor aansprakelijkheid op grond van art. 2:9 BW – te laten slagen indien opzet of bewuste roekeloosheid bij de individuele functionaris ontbreekt. De aanwezigheid van een adequaat functionerend risicobeheersings- en controlesysteem kan een belangrijk argument zijn voor bestuurders en commissarissen om zich te kunnen disculperen.⁵⁸¹ Bij het ontbreken van een dergelijk systeem zal het aankomen op de verwijtbaarheid daarvan.⁵⁸²

⁵⁷⁹ Zie Strik 2009, p. 165.

⁵⁸⁰ Ook Van Ginneken 2006, p. 165 pleit daarvoor.

⁵⁸¹ In deze zin Strik 2007b, p. 331.

⁵⁸² Zie ook Strik 2007b, p. 331. Vgl. Van Ginneken 2006, p. 156 die meent dat de ruimte voor disculpatie minder is geworden door de voorschriften in de Nederlandse Corporate Governance Code ten aanzien van interne controle.

Art. 2:9 BW en art. 2:139/150 BW zouden naar mijn mening communicerende vaten moeten zijn.⁵⁸³

- zonder tekortkoming in de behoorlijke taakvervulling door de individuele functionaris uit hoofde van art. 2:9 BW (te weten of de functionaris gezien alle omstandigheden van het geval voldoende inspanningen heeft getoond om te onderzoeken of de financiële verslaggeving juist was) geen aansprakelijkheid van die functionaris op grond van art. 2:139/150 BW;
- de toerekeningsnorm voor art. 2:9 BW en art. 2:139/150 BW zou dezelfde moeten zijn;
- vaststelling van aansprakelijkheid volgens art. 2:9 BW van een individuele functionaris terzake staat in de weg aan succesvolle individuele disculpatie onder art. 2:139/150 BW;
- met vaststelling van de aansprakelijkheid op grond van art. 2:139 BW staat terzake: i) in beginsel een schending van de gedragsnorm van art. 2:9 BW, en ii) toerekenbaarheid aan de individuele functionaris, vast.⁵⁸⁴

Het enige licht dat er dan naar mijn mening zit tussen aansprakelijkheid op grond van art. 2:139/150 BW en art. 2:9 BW is de mogelijke aanwezigheid van een specifieke rechtvaardigingsgrond voor schending van de gedragsnorm van art. 2:9 BW. Immers, publicatie van misleidende financiële verslaggeving vormt een overtreding van een wetsbepaling, althans is onrechtmatig, en creëert in ieder geval een mogelijke schadeclaim van derden jegens de vennootschap. In beginsel is dat onbehoorlijke taakvervulling.⁵⁸⁵ Dat is slechts anders indien er sprake is van een rechtvaardigingsgrond. Een voorbeeld van een dergelijke rechtvaardigingsgrond is decharge van de AvA. Indien er sprake is van een geldige decharge van de AvA en de AvA derhalve bekend was met de misleidendheid van de financiële verslaggeving, kunnen in ieder geval de betreffende aandeelhouders de functionarissen terzake ook niet meer succesvol aanspreken op grond van art. 2:139/150 BW. Voor schuldeisers ligt dat anders. Een ander voorbeeld is het beroep op een noodtoestand. Fortis beriep zich feitelijk op een dergelijke noodtoestand in de enquêteprocedure, toen werd aangevoerd dat het bestuur

⁵⁸³ Van Ginneken 2006, p. 157, Kroeze 2006a, p. 12 en Kroeze 2006b, p. 87, menen dat aansprakelijkheid op grond van art. 2:139/150 BW niet per definitie leidt tot onbehoorlijke taakvervulling in de zin van art. 2:9 BW.

⁵⁸⁴ Strik 2007a, p. 187.

⁵⁸⁵ Vgl. ook Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10 (*Ceteco*), r.o. 5.132, 5.173-199, waarbij een misleidende presentatie van jaarresultaten een succesvol onderdeel was van de vordering van de curatoren uit hoofde van art. 2:9 BW en OK 4 juni 1997, *NJ* 1997, 671 (*Text Lite*), r.o. 4.3 en 4.4 dat oordeelde dat een onjuiste voorstelling van zaken en wezenlijke tekortkomingen in jaarrekeningen wanbeleid vormen.

bepaalde informatie niet mededeelde om een ‘*run on the bank*’ te voorkomen.⁵⁸⁶ Overigens is ook denkbaar dat een beroep op een dergelijke noodtoestand in het kader van een verweer tegen een op art. 2:139/150 BW gebaseerde vordering wordt aangevoerd. In dat geval kunnen art. 2:9 BW en art. 2:139/150 BW weer gelijk uitwerken.

Weliswaar bevat art. 2:9 BW – anders dan art. 2:139/150 BW⁵⁸⁷ – nog de disculpatiegrond ingeval de functionaris bewijst dat hij niet heeft nagelaten om terzake maatregelen te nemen om de gevolgen van de tekortkoming af te wenden, doch algemeen wordt gezien dat deze cumulatief is ten opzichte van de disculpatiegrond dat hem ter zake van de onbehoorlijke taakvervulling geen verwijt te maken valt.⁵⁸⁸ Indien de functionaris een verwijt te maken valt, kan derhalve niet meer aan de beoordeling van die tweede disculpatiegrond worden toegekomen.

9.3 *Belang en reikwijdte taakverdeling*

In de praktijk vindt er bij grote ondernemingen een taakverdeling plaats binnen het bestuur (en de raad van commissarissen). Voor banken is in dit verband art. 17 lid 1 sub b jo. d Bpr relevant, dat voorschrijft dat de bedrijfsvoering een duidelijke en adequate verdeling van taken, bevoegdheden en verantwoordelijkheden en eenduidige rapportagelijnen dient te bevatten. De nota van toelichting expliciteert dat ook binnen het bestuur en de raad van commissarissen een duidelijke taakverdeling dient te bestaan en dat de rapportagelijnen daarmee in overeenstemming moeten zijn.⁵⁸⁹ De taakverdeling en rapportagelijnen moeten zodanig zijn vastgelegd en gecommuniceerd, dat alle geledingen van de bank een goed begrip hebben van hun taken, bevoegdheden en verantwoordelijkheden, hun positie in de organisatie en het beheersingsproces en de manier waarop zij verantwoording afleggen.

In de praktijk kan de keuze voor een bepaalde taakverdeling op het gebied van risicobeheersing tot verschillende *corporate governance* structuren leiden, waarvan de volgende de meest gangbare zijn:

- (1) het volledige bestuur oefent toezicht uit op de operationele risicofunctie en is verantwoordelijk voor het strategische beleid, zonder verdere specifieke taakverdeling of delegatie op dit punt; of
- (2) binnen het bestuur ligt het zwaartepunt voor toezicht op de operationele en financiële risicofunctie bij de CFO of – indien aanwezig – de CRO; en

⁵⁸⁶ Zie OK 24 november 2008, *JOR* 2009/9 (*Fortis*).

⁵⁸⁷ Zie hierover Strik 2009, p. 160-161.

⁵⁸⁸ Vgl. ook *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 8.

⁵⁸⁹ Nota van toelichting, p. 111.

- (3) de hele raad van commissarissen houdt toezicht op de risicoverantwoordelijkheden van het bestuur; of
- (4) toezicht op de risicoverantwoordelijkheden van het bestuur wordt gedelegeerd aan de auditcommissie; of
- (5) een aparte risicocommissie is verantwoordelijk voor toezicht op de risicoverantwoordelijkheid van het bestuur.

Uit onderzoek blijkt dat bij een meerderheid van de ondernemingen de CFO primair verantwoordelijk is voor de risicomanagementfunctie.⁵⁹⁰ De functie van CRO is in opkomst, met name in sectoren waarbij risico vanuit de aard van de activiteiten of de regulering van de sector een belangrijk aandachtspunt is, zoals de financiële wereld, de energiesector en bij farmaceutische bedrijven.⁵⁹¹ Het komt echter zelden voor dat de CRO ook deel uitmaakt van het bestuur.

Onderzoek wijst uit dat wereldwijd bij 90% van de ondernemingen de *board* betrokken is bij toezicht op risicobeheersing, in Europa is dit percentage 98 en bij banken 100.⁵⁹² Indien er een auditcommissie is ingesteld, behoort toezicht op de risicobeheersingsfunctie doorgaans in het bijzonder tot diens portefeuille.⁵⁹³ Uit onderzoek is gebleken dat een beperkt aantal Amerikaanse ondernemingen risicocommissies heeft ingesteld,⁵⁹⁴ terwijl van de 25 grootste banken ter wereld 52% een risicocommissie heeft ingesteld, waarbij circa vier leden van wie de meerderheid uit *independent directors* bestaat.⁵⁹⁵

Alvorens in te gaan op de juridische aspecten van taakverdeling binnen het bestuur, is het nuttig te bezien wat een taakverdeling op het gebied van risicobeheersing feitelijk betekent.

Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen strategisch risicobeleid – waarvoor het voltallige bestuur verantwoordelijk is – en operationeel risicobeleid. Het bestuur houdt weliswaar toezicht op het operationele risicobeleid, de primaire verantwoordelijkheid daarvoor ligt veelal op een lager

⁵⁹⁰ Zie AON 2009, p. 37. Conference Board 2007, p. 34, rapporteerde dat tweederde van de Amerikaanse ondernemingen in 2006 op deze manier omgingen met de risicofunctie.

⁵⁹¹ AON 2009, p. 37 rapporteerde dat 6% van de ondernemingen een CRO-functie heeft. Opmerkelijk genoeg wees een in oktober/november 2008 uitgevoerd onderzoek van AON 2009, p. 4, 33, onder 551 organisaties in 40 landen, niet uit dat meer ondernemingen overgingen tot de benoeming van een CRO. 25% van de onderzochte ondernemingen had een CRO. AON signaleert zelfs een trend van krimpende risicobeheersingsafdelingen vanwege de recessie, zie p. 5, 8, 31-32.

⁵⁹² Zie AON 2009, p. 29-30.

⁵⁹³ The Conference Board 2007, p. 34.

⁵⁹⁴ Zie Conference Board 2007, p. 34.

⁵⁹⁵ Lapido/Nestor 2009, p. 33, 37.

niveau, bij het lijnmanagement; de businessunit of divisiemanagers. Zie hiervoor ook par. 7.1.1. Als daar zaken fout gaan is het niet zonder meer voor de hand liggend dat het bestuur daarvoor aansprakelijk is.

Het strategische beleid is primair de taak van het bestuur en niet van het lijnmanagement. Het gaat dan bijvoorbeeld over keuzen voor de soort producten die de onderneming zal voeren en de markten waarin de onderneming actief zal zijn en strategische transacties, zoals fusies en overnames.⁵⁹⁶ Als er zaken fout gaan op het gebied van het strategische beleid kan de onderneming wel levensbedreigende schade worden berokkend; ‘*bet the company*’ kwesties.

Het strategisch risicobeleid kan worden beschouwd als onderdeel van het algemene beleid, als een kerntaak van het collectieve bestuur, zie hoofdstuk 4.2. Daarvoor dragen derhalve alle bestuurders in principe gezamenlijk verantwoordelijkheid. Toezicht op het operationele risicobeleid kan echter onderdeel uitmaken van de portefeuilles van verschillende bestuurders, afhankelijk van de taakverdeling. Een dergelijke taakverdeling kan derhalve ook gevolgen hebben voor de verdeling van de verantwoordelijkheid binnen het bestuur en in het verlengde daarvan aansprakelijkheid van individuele bestuurders.

Indien er een auditcommissie is ingesteld, is het de taak van die commissie om de besluitvorming van de raad van commissarissen voor te bereiden.⁵⁹⁷ Deze verantwoordelijkheid van de auditcommissie is in lijn met Europese regelgeving,⁵⁹⁸ die ook bepaalt dat de externe accountant aan de auditcommissie dient te rapporteren over in het bijzonder ‘*material weaknesses in internal control in relation to the financial reporting process*’.⁵⁹⁹ In principe blijft de verantwoordelijkheid voor de toezichtstaak bij de volledige raad van commissarissen rusten. Ook is de raad van commissarissen niet gebonden aan een eventueel preadvies van de auditcommissie.⁶⁰⁰

Tengevolge van een bepaalde taakverdeling – zowel op het gebied van risicostrategie als de uitvoering daarvan – zal er informatieasymmetrie optreden. De bestuurder(s) tot wiens bijzondere aandachtsgebied risicobe-

⁵⁹⁶ Crouhy/Galai/Mark 2006, p. 33, beschrijft strategisch risico als het risico verbonden aan belangrijke investeringen ten aanzien waarvan grote onzekerheid bestaat ten aanzien van success en winstgevendheid.

⁵⁹⁷ Zie principe III.5 Nederlandse Corporate Governance Code.

⁵⁹⁸ Art. 41 lid 1 sub b Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2006 betreffende de wettelijke controles van jaarrekeningen en geconsolideerde jaarrekeningen, tot wijziging van de Richtlijn 78/660/EEG en Richtlijn 83/349/EEG van de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 84/253/EEG van de Raad.

⁵⁹⁹ Art. 41 lid 4 Richtlijn 2006/43/EG.

⁶⁰⁰ In deze zin: Asser/Maeijer/Van Solingen/Nieuwe Weme 2009, p. 615.

heersing behoort en – voor zover aanwezig – de leden van de risicocommissie, zullen in de praktijk over meer informatie beschikken dan hun collega's, doordat zij meer (gedetailleerde) informatie daarover ontvangen en ook doordat zij meer gespecialiseerd raken in risicokwesties.

In hoeverre er sprake is van informatiediscrepancie tussen bijvoorbeeld enerzijds de risicocommissie en anderzijds de raad van commissarissen (of in geval van een *one tier board*: het bestuur) in zijn totaliteit, is in belangrijke mate afhankelijk van de wijze waarop de informatieverschaffing plaatsvindt.

In de praktijk signaleren commissarissen wel dat zij bij sommige ondernemingen veeleer worden bedolven onder informatie, dan dat zij te weinig informatie ontvangen.⁶⁰¹ De vraag kan gesteld worden of dit wel een adequate wijze van informatieverstrekking is. Uiteindelijk gaat het erom dat commissarissen de belangrijke informatie op een zodanige toegankelijke manier gepresenteerd krijgen, dat zij hun taak in de daarvoor beschikbare – niet-fulltime – tijd goed kunnen uitoefenen.⁶⁰²

Het komt voor dat commissarissen toegang krijgen tot alle stukken van de commissies, ook als zij daarvan geen deel uitmaken, bijvoorbeeld via een speciaal afgeschermd deel van het intranet van het bedrijf. In die situatie kunnen commissarissen zich er moeilijker op beroepen dat zij bepaalde stukken niet hebben ontvangen. Bij andere ondernemingen krijgen alleen de leden van de commissies de stukken ten behoeve van die commissies, terwijl de overige commissarissen slechts de notulen ontvangen. Bij sommige ondernemingen is het gebruikelijk dat alle commissarissen worden uitgenodigd voor vergaderingen over bepaalde onderwerpen, die van algemener belang zijn voor de hele groep, bijvoorbeeld als het gaat om een vergadering waar een bepaald belangwekkend risico onder de loep wordt genomen en wordt toegelicht door werknemers van het bedrijf (denk aan risicomangers of hoofd interne accountantsdienst) of deskundigen.

Het valt op dat de praktijken bij verschillende ondernemingen wat dat betreft zo verschillend zijn. Er is geen *best practice* ontwikkeld op dit gebied. Het is met name aan commissarissen om af te dwingen dat de informatievoorziening op efficiënte en adequate wijze plaatsvindt.⁶⁰³ Als het gaat

⁶⁰¹ Vgl. ook Stulz 2009, p. 6, die wijst op het gevaar dat rapportages niet de juiste boodschap overbrengen indien deze onder meer te complex zijn.

⁶⁰² Vgl. in dit verband Principe 4.3 van de Code Banken, dat bepaalt dat het bestuur de informatie voor de periodieke toets op strategisch niveau of de bedrijfsactiviteiten in algemene zin passen binnen de risicobereidheid van de bank, op zodanige wijze aan de raad van commissarissen dient te worden verstrekt dat deze laatste in staat is zich daar een gedegen oordeel over te vormen.

⁶⁰³ Zie hierover ook Asser/Maeijer/Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, p. 612 en Van Manen/Jansman 2007, p. 74.

om disculpatie zal derhalve steeds goed feitenonderzoek moeten plaatsvinden naar de daadwerkelijke informatieverschaffing aan de betrokkenen.

Hierna zal worden onderzocht wat in het algemeen de effecten zijn van een dergelijke taakverdeling binnen het bestuur of de raad van commissarissen op de aansprakelijkheidspositie van individuele leden van die organen.

9.3.1 TAAKVERDELING BIJ ART. 2:139/150 BW

Uit de tekst van art. 2:139/150 BW volgt niet dat de *werkkring* of *taakverdeling* van functionarissen een relevante omstandigheid is voor de vaststelling van de aansprakelijkheid. Heersende leer in de literatuur lijkt te zijn dat een taakverdeling geen grond is voor disculpatie van deze aansprakelijkheid, nu financiële verslaggeving één van de kerntaken is van het bestuur.⁶⁰⁴ In een eerdere publicatie betoogde ik dat deze visie te weinig oog heeft voor de complexe feitelijke situatie waarin bestuurders en commissarissen van beursgenoteerde of andere grote ondernemingen opereren. In die complexe situatie is taakverdeling en specialisering binnen het bestuur en de raad van commissarissen in het belang van de vennootschap en een realiteit. Uiteindelijk zou het er naar mijn mening om moeten gaan of de individuele functionarissen gegeven een bestaande taakverdeling en gezien de andere omstandigheden van het geval, zich voldoende inspanningen hebben getroost om te onderzoeken of de betreffende financiële verslaggeving juist was.⁶⁰⁵

9.3.2 TAAKVERDELING ONDER HET HUIDIGE ART. 2:9 BW

Art. 2:9 BW – waarvan de tekst gericht is op bestuurders – is ingevolge art. 2:149 BW van overeenkomstige toepassing op commissarissen. Ik zal hierna derhalve spreken over functionarissen, opdat deze paragraaf zowel van toepassing kan zijn op een *one tier* als een *two tier board*. Binnen het huidige stelsel van art. 2:9 BW is naar mijn mening de taakverdeling niet zo maar één van de relevante omstandigheden van het geval.⁶⁰⁶

De eerste zin van art. 2:9 BW bepaalt dat elke functionaris tegenover de rechtspersoon gehouden is tot ‘een behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak’. Hieruit kan worden afgeleid dat iedere individuele functionaris een eigen taak heeft binnen het orgaan. Had het anders niet voor de hand gelegen dat de wetgever deze verplichting had opgelegd aan het bestuur of

⁶⁰⁴ Zie o.a. Bras 2006, p. 102. Vgl. Van Ginneken 2006, p. 154.

⁶⁰⁵ Zie Strik 2007, p. 186.

⁶⁰⁶ Zie Strik 2007b, p. 371.

– voor zover aanwezig – de raad van commissarissen in plaats van aan het individu? Een uitzondering op deze verantwoordelijkheid voor de individuele taakvervulling wordt gemaakt in de tweede zin van art. 2:9 BW, voor het geval het gaat om een taak die door meer functionarissen wordt vervuld. Uit de tekst van art. 2:9 BW is af te leiden dat aansprakelijkheid voor het geheel als uitgangspunt geldt, indien het een aangelegenheid betreft die tot de werkring van twee of meer functionarissen behoort. Over de interpretatie van art. 2:9 BW, in het bijzonder de reikwijdte van het werkring-criterium, bestaat echter discussie in de literatuur. Dortmond en Maeijer e.a. stellen dat het werkring-criterium voor de naamloze vennootschap niet relevant is en dat het uitgangspunt van deze bepaling is dat alle bestuurders van een NV in beginsel hoofdelijk aansprakelijk zijn, tenzij individuele bestuurders zich kunnen disculperen.⁶⁰⁷

De wetsgeschiedenis van de voorgangers van art. 2:9 BW wijst echter in een andere richting, die overeenkomt met de letterlijke bewoordingen van art. 2:9 BW. Een eerste relevante voorganger was art. 31 lid 2 Wet op de Coöperatieve Vereenigingen, die luidde:

*‘Indien eene tekortkoming betreft eene aangelegenheid, welke behoort tot den werkring van meer dan een bestuurder, zijn deze allen deswege hoofdelijk voor het geheel aansprakelijk: niet aansprakelijk is echter hij die bewijst, dat de tekortkoming aan hem niet te wijten is en dat hij zoo spoedig mogelijk de in zijn bereik liggende maatregelen heeft genomen om de gevolgen daarvan af te wenden.’*⁶⁰⁸

De memorie van toelichting bij deze bepaling ging in op de werking van de werkring:

*‘Indien eene aangelegenheid behoort tot den werkring van meerdere bestuurders (commissarissen) behoren deze hoofdelijk aansprakelijk te zijn. Er is dan eene collectieve verantwoordelijkheid, met dien verstande echter, dat de bestuurder (commissaris) die bewijst geen schuld te hebben, vrij uitgaat. Betreft het eene aangelegenheid, welke behoort tot den werkring van een bestuurder (commissaris) dan staan uiteraard de anderen buiten de zaak.’*⁶⁰⁹

Deze bepaling gold uitsluitend voor Coöperatieve Vereenigingen. In 1927 werd vervolgens een wetsontwerp ingediend tot wijziging van het Wetboek van Koophandel, dat een soortgelijke bepaling bevatte, maar nu voor naamloze vennootschappen. Art. 47c van dit wetsontwerp luidde:

⁶⁰⁷ Dortmond 1990, p. 16-17, 19-22. Ook Asser/Maeijer/Van Solinge/Nieuwe Weme 2009, p. 552 menen dat een taakverdeling alleen een rol kan spelen bij de individuele disculpatie.

⁶⁰⁸ Zie *Wet op de Coöperatieve Vereenigingen 1925 met aantekeningen en alphabetisch register* door W.F.M. Schutte, Zwolle: Tjeenk Willink 1925, p. 42.

⁶⁰⁹ Handelingen der Staten-Generaal 1923-1924, nr. 326.3, p. 10.

‘[...] De aansprakelijkheid te dezer zake is een hoofdelijke voor het geheel, indien het betreft eene aangelegenheid, welke behoort tot den werkring van meer bestuurders. Niet aansprakelijk is echter de bestuurder, die bewijst, dat het feit aan hem niet te wijten is en dat hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen daarvan af te wenden.’⁶¹⁰

In de memorie van toelichting bij deze bepaling in de titel ‘Van het bestuur der naamlooze vennootschap en van het toezicht op het bestuur’ werd overwogen:⁶¹¹

‘Wil het bestuur aangesproken kunnen worden, dan moet [...] er zijn eene collectieve tekortkoming. De collectiviteit wordt daarbij gevormd door de bestuurders tot wier werkring de aangelegenheid behoort. De eischer zal dus moeten beginnen met te bewijzen, dat het besturen der collectiviteit niet behoorlijk is geweest. Daarna is het aan een bestuurder, die deel uitmaakt van de collectiviteit, om te bewijzen, dat hem geen blaam treft.’

In het voorlopig verslag van de commissie van rapporteurs van de Eerste Kamer werd ten aanzien van deze bepaling opgemerkt:

‘Men klaagde, dat de redactie niet duidelijk uitdrukt dat de hoofdelijkheid beperkt is tot die bestuurders, wier werkring het geldt. Nu kan deze bepaling worden gelezen, alsof alle bestuurders hoofdelijk aansprakelijk zijn zodra het eene aangelegenheid betreft welke tot den werkring van meerdere bestuurders behoort.’⁶¹²

In de memorie van antwoord werd daarop als volgt gereageerd:

‘Er bestaat geen vrees voor de veronderstelling, dat de voor de hand liggende juiste opvatting niet zou worden gevolgd.’⁶¹³

Het huidige art. 2:9 BW is geformuleerd naar voornoemde voorgangers, in het bijzonder art. 31 Wet op de Coöperatieve Vereenigingen.⁶¹⁴ Daarbij is in de wetsgeschiedenis van art. 2:9 BW geen nadere toelichting gegeven. Lezing van de wetsgeschiedenis van art. 31 Wet op de Coöperatieve Vereenigingen en art. 47c Wetboek van Koophandel (oud) weerlegt mijns inziens het argument dat het werkring-criterium in art. 2:9 BW niet toegepast zou kunnen worden bij naamloze vennootschappen. Uit de wetsgeschiedenis volgt juist, dat functionarissen als uitgangspunt niet aansprakelijk zijn voor zaken die niet tot hun werkring behoren. Gezegd kan worden dat *werkkring* een constitutief vereiste voor aansprakelijkheid is.

⁶¹⁰ Belinfante, p. 258. Deze bepaling is bij wet d.d. 2 juli 1928 vastgesteld. *Stb.* 1928, 216, p. 20.

⁶¹¹ Belinfante, p. 326.

⁶¹² Belinfante, p. 299.

⁶¹³ Belinfante, p. 329.

⁶¹⁴ Zie C.J. van Zeben, W.G. Belinfante & O.W. van Ewijk, *Parlementaire Geschiedenis van het Nieuwe Burgerlijk Wetboek, Parlementaire Geschiedenis systematisch gerangschikt en van noten voorzien*, Deventer-Antwerpen: Kluwer 1976, p. 436.

Met onder anderen Van Schilfgaarde en Glasz ben ik derhalve van mening dat volgens de letterlijke tekst van art. 2:9 BW functionarissen niet hoofdelijk aansprakelijk zijn voor zaken die niet tot hun werkkring behoren – in welk geval aan disculpatie niet wordt toegekomen.⁶¹⁵ Zoals hiervoor uiteengezet volgt dat niet alleen uit de tekst, maar ook uit de wetsgeschiedenis. Van Schilfgaarde meent echter dat daarnaast nog een bijzondere verplichting rust op alle bestuurders ter zake van schadebeperkende maatregelen. Daarop zal ik ingaan in par. 9.3.4.

Ook Beckman is van mening dat indien een bestuurder de hem specifiek toebedeelde werkzaamheden verwaarloost of slecht uitvoert hij en niet de andere bestuurders daarvoor zijn aan te spreken. Indien een taak aan twee of meer bestuurders is toegekend dan geldt de tweede zin van art. 2:9 BW. Indien tengevolge van tekortkomingen in de aan bepaalde bestuurders toebedeelde werkzaamheden het bestuur verkeerde besluiten neemt, kan de rechtspersoon volgens Beckman die andere bestuurders geen verwijt maken indien en voor zover de andere bestuurders geen wetenschap hebben of redelijkerwijze konden hebben van de slechte vervulling van werkzaamheden. Wel is hij van mening dat die wetenschap moet worden verondersteld indien er geen goede bestuurlijke organisatie is, omdat daarvan elk van de bestuurders een verwijt te maken is.⁶¹⁶

Ervan uitgaande dat functionarissen alleen aansprakelijk kunnen zijn voor zover een bepaalde taak tot hun *werkkring* hoort, is een belangrijke kernvraag of er, afgezien van de eventuele binnen het orgaan gemaakte taakverdeling, bepaalde taken zijn die dwingend tot de werkkring van alle bestuurders of commissarissen horen en waarbij de verzaking daarvan in principe tot hoofdelijke aansprakelijkheid zal leiden. Als het gaat om risicomanagement wordt zoals hiervoor in par. 4.2 besproken, aangenomen dat het strategisch risicobeleid een dergelijke kerntaak is.

Het *Staleman/Van der Ven*-arrest⁶¹⁷ heeft helaas de discussie over de betekenis van het *werkkring*-begrip in art. 2:9 BW niet beslecht. In dit arrest overwoog de Hoge Raad dat of in een bepaald geval sprake is van een *ernstig verwijt* dient te worden beoordeeld aan de hand van alle omstandigheden van het geval. Tot de relevante omstandigheden behoren volgens de Hoge Raad onder meer:⁶¹⁸

⁶¹⁵ Zie Schilfgaarde 1986, p. 18, Glasz 1986b, p. 82-83, Strik 2007b, p. 371.

⁶¹⁶ Beckman 1994, p. 115.

⁶¹⁷ HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360 (*Staleman/Van der Ven*).

⁶¹⁸ Andere door de Hoge Raad genoemde omstandigheden zijn: de aard van de door de rechtspersoon uitgeoefende activiteiten, de in het algemeen daaruit voortvloeiende risico's, de eventueel voor het bestuur geldende richtlijnen en de gegevens waarover de bestuurder beschikte of behoorde te beschikken ten tijde van de aan hem verweten beslissingen of gedragingen.

‘[...] de *taakverdeling* binnen het bestuur, [...] alsmede het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een bestuurder die voor *zijn taak* berekend is en deze nauwgezet vervult.’⁶¹⁹

Een eerste in het oog springend aspect van deze overweging is dat taakverdeling slechts wordt gezien als één van de relevante omstandigheden. Daarmee wordt naar mijn mening de constitutieve rol van de *werkkring*, zoals deze blijkt uit de tekst en de wetsgeschiedenis van art. 2:9 BW, miskend.

Ten tweede valt op dat de Hoge Raad in het *Staleman/Van der Ven*-arrest – anders dan het Hof lijkt te doen, zie r.o. 19 en 20 – bij de behandeling van deze problematiek geen onderscheid maakt tussen de vaststelling van de hoofdelijke aansprakelijkheid van de leden van het orgaan enerzijds en de disculpatie van individuele functionarissen anderzijds. In het arrest lijkt dit geïntegreerd te worden behandeld, wat niet in overeenstemming is met de systematiek van de stel- en bewijslastverdeling die volgt uit art. 2:9 BW.⁶²⁰

Een derde punt is dat het arrest wel zo kan worden gelezen dat bij de vaststelling of er sprake is van een *ernstig verwijt*, het handelen van de functionarissen (onder andere) moet worden getoetst aan het handelen van een voor de *aan deze functionaris toebedeelde taak* berekende en zorgvuldig handelende functionaris. Daarbij kan dan een zekere objectivering van diens taak plaatsvinden op basis van de in de taakverdeling aan de individuele functionaris toebedeelde taak, die niet alle beleidsterreinen behoeft te omvatten.⁶²¹

Het niet houden van toezicht van een niet-portefeuille houdende functionaris op zijn wel portefeuille houdende functionaris is mijns inziens niet zonder meer een zelfstandige grond voor hoofdelijke aansprakelijkheid van datgene wat primair tot onbehoorlijke taakvervulling gerekend kan worden.⁶²² De hoofdfout is immers primair datgene wat de kern is van de onbehoorlijke taakvervulling. Mijn stelling is dat als dit niet tot de werkkring of taak van die functionaris hoort, als uitgangspunt geen (hoofdelijke) aansprakelijkheid uit hoofde van art. 2:9 BW zou moeten worden gevestigd, maar door de eiser apart gesteld en bewezen zou moeten worden dat de niet-portefeuille houdende functionaris (persoonlijk) *ernstig verwijtbaar* heeft gehandeld omdat hij onvoldoende toezicht heeft gehouden. Zie ook hierna par. 9.3.3. Per individueel geval zou moeten worden beoordeeld in hoeverre de niet-portefeuille houdende functionaris terzake informatie heeft ontvan-

⁶¹⁹ Parijs 2003, p. 234, is van mening dat laatstgenoemde zinsnede de centrale norm is waaraan bestuurders zich in alle gevallen dienen te houden bij het nemen van beslissingen.

⁶²⁰ In dezelfde zin: Huizink 2005, aant. 7.

⁶²¹ Zie Van den Ingh 2005, p. 116.

⁶²² Anders: Van den Ingh 2005, p. 115.

gen, hij betrokken was bij de beraadslaging en besluitvorming over dat onderwerp en wat van hem, gezien de hem toebedeelde taak, op dat gebied mocht worden verwacht van een zorgvuldig handelende functionaris. Voor de vaststelling van die individuele aansprakelijkheid kan ook het functioneren van de betreffende functionaris binnen het gehele orgaan een relevante omstandigheid zijn. Bovendien mogen diegenen die geen lid zijn van een bepaalde commissie tot op bepaalde hoogte afgaan op de bevindingen van die commissie.⁶²³

9.3.3 DE POSITIE VAN BESTUURDERS ONDER ART. 2:9 BW VOLGENS HET WETSVORSTEL BESTUUR EN TOEZICHT

Eind 2007 kondigde de Minister van Justitie aan dat er een regeling zou worden ingevoerd voor het opnemen van uitvoerende bestuurders en toezicht houdende bestuurders in een vennootschapsorgaan.⁶²⁴ In 2008 werd het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht ingediend.⁶²⁵ Volgens dit wetsvoorstel wordt wettelijk vastgelegd dat het mogelijk is om de inrichting van bestuur en toezicht zowel volgens het *one tier* als het *two tier* model te regelen.⁶²⁶

Het is de bedoeling van het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht dat de bruikbaarheid van de rechtsvorm van Nederlandse NV's en BV's in nationale en internationale verhouding wordt vergroot vanwege de (internationale) herkenbaarheid van de geboden structuren en aanpassing aan eventuele bijzondere behoeften van de onderneming en meer rechtszekerheid door vastlegging van de verantwoordelijkheden en daarmee verbonden aansprakelijkheden van bestuurders in het monistische stelsel.⁶²⁷

Aanvankelijk was het niet de bedoeling dat ook structuurvennootschappen konden opteren voor een monistisch bestuursmodel. Nadat in de consultatieronden door vrijwel alle respondenten werd geuit dat zij het wenselijk achten dat structuurvennootschappen niet werden uitgesloten van de *one tier board*, is in het wetsvoorstel deze optie ook opengesteld.⁶²⁸ Zie art. 2:164a BW (nieuw).

⁶²³ In deze zin: Dortmond 2005, p. 265.

⁶²⁴ *Kamerstukken II* 2007/08, 29 752, nr. 5 d.d. 12 november 2007.

⁶²⁵ Instemmend ontvangen door o.a. Dortmond 2008, p. 481 en Seinstra 2008, p. 70. Kritisch is Wezeman 2009, p. 113, Wezeman 2008, p. 127.

⁶²⁶ Het wetsvoorstel bevat ook regels over onder meer tegenstrijdig belang. Dat onderwerp zal ik thans buiten beschouwing laten.

⁶²⁷ *Kamerstukken II* 2007/08, 31 763, nr. 3, p. 1-2, 4 en nr. 6, p. 1-3.

⁶²⁸ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 3, 6, 20, nr. 6, p. 16.

Art. 2:129a BW (nieuw) zal bepalen dat bij de statuten⁶²⁹ kan worden bepaald dat bestuurstaken worden verdeeld over één of meer niet-uitvoerende bestuurders en één of meer uitvoerende bestuurders. Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat met uitvoerende bestuurders worden aangeduid bestuurders die zich in het bijzonder bezighouden met de dagelijkse leiding van de vennootschap – dus de feitelijke en dagelijkse aansturing van de onderneming – en de daarmee verbonden onderneming; zij zijn belast met specifiek omschreven taken.⁶³⁰ In de parlementaire geschiedenis van het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht worden als voorbeelden van specifieke uitvoerende taken genoemd: het financiële beheer, de inkoop, verkoop, het aansturen van een bepaald bedrijfsonderdeel, het personeelsbeleid, de taak om de vennootschap in te schrijven in het handelsregister en de taak om de jaarrekening openbaar te maken.⁶³¹ Dat het financiële beheer als voorbeeld werd genoemd van een uitvoerende taak, bevestigt naar mijn mening dat niet alle financiële zaken tot de algemene gang van zaken, en daarmee de kerntaken van het bestuur, behoren.

Als niet-uitvoerende bestuurders worden in de wetsgeschiedenis aangeduid bestuurders aan wie geen specifieke uitvoerende taken zijn opgedragen en die als hoofdtaak algemeen besturen hebben. Het takenpakket van de niet-uitvoerende bestuurders – dat niet is vastgelegd in de voorgestelde wettelijke regeling – omvat meer dan advisering en toezicht houden: zij nemen deel aan en zijn direct verantwoordelijk voor de besluitvorming over de algemene beleidslijnen.⁶³² Niet-uitvoerende bestuurders zijn – net als commissarissen – natuurlijke personen, zie art. 2:129a lid 1 BW (nieuw).

Aangenomen wordt dat ook een taakverdeling tussen uitvoerende bestuurders onderling en niet-uitvoerende bestuurders onderling is toegestaan.⁶³³

Indien gekozen wordt voor een *one tier board* als bedoeld in art. 2:129a BW (nieuw), kan er geen raad van commissarissen worden ingesteld, zie art. 2:140 lid 1 BW (nieuw). Ingevolge art. 25 WOR is een besluit dat strekt tot wijziging van bevoegdheden in de vennootschap – en derhalve een besluit uit hoofde van art. 2:129a lid 2 BW (nieuw) – adviesplichtig.⁶³⁴

⁶²⁹ Aanvankelijk voorzag het voorgestelde art. 2:129a lid 1 BW dat voor een monistisch bestuursmodel kon worden overgegaan 'bij of krachtens statuten'. Gezien de ingrijpendheid van de keuze voor het geldende bestuursmodel is besloten dat het uitsluitend mogelijk is om dit bij de statuten te bepalen. Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 3 en nr. 7, p. 1.

⁶³⁰ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 14-15, nr. 6, p. 15.

⁶³¹ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 15.

⁶³² *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 14-15.

⁶³³ In deze zin: Wezeman 2009, p. 111.

⁶³⁴ Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 16.

Een aantal taken kan niet worden toebedeeld aan uitvoerende bestuurders: het voorzitterschap van het bestuur,⁶³⁵ het vaststellen van de bezoldiging van uitvoerende bestuurders en het houden van toezicht op de taakuitoefening door een bestuurder. De uitvoerende bestuurders nemen niet deel aan de besluitvorming over die taken, zie art. 2:129a lid 2 BW. Deze werkzaamheden zijn in een *two tier board* typisch neergelegd bij de commissarissen en sluiten nauw aan bij toezicht en advies. Ook gaat het om taken die gelet op een mogelijk belangenconflict niet uitsluitend mogen worden toegerekend aan één of meer uitvoerende bestuurders.⁶³⁶

Ten aanzien van het houden van toezicht is in de parlementaire geschiedenis overigens nog opgemerkt dat dit niet exclusief een aangelegenheid is voor de niet-uitvoerende bestuurders:

*‘De niet-uitvoerende bestuurders moeten in elk geval toezicht uitoefenen, op de uitvoerende bestuurders, maar ook op elkaar. Ook de uitvoerende bestuurders moeten optreden wanneer zij er kennis van dragen dat een mede-uitvoerend bestuurder zijn taak niet goed vervult.’*⁶³⁷

Art. 2:9 BW zal ook worden aangepast bij invoering van het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht. Volgens de minister noopt de introductie van het *one tier board* model tot een precisering van deze bepaling. In de memorie van toelichting werd aangevoerd dat mede gelet op het gebruik van het begrip ‘werkkring’ in art. 2:9 BW niet steeds duidelijk is geweest hoever een verdeling mag reiken, of deze zover mag gaan dat bestuurstaken aan een bestuurder worden toebedeeld, en wat de precieze gevolgen zijn van een taakverdeling voor besluitvorming, verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid.⁶³⁸

De tekst van art. 2:9 BW (nieuw) zal als volgt luiden:

‘1. Elke bestuurder is tegenover de rechtspersoon gehouden tot een behoorlijke vervulling van zijn taak. Tot de taak van de bestuurder behoren alle bestuurstaken die niet bij of krachtens de wet of de statuten aan een of meer andere bestuurders zijn toebedeeld.’

⁶³⁵ Bij de parlementaire behandeling van de uitvoeringswet ter implementatie van de SE-verordening werd er nog voor gekozen om de beslissing of een *executive* director ook voorzitter van het bestuur kon zijn door te schuiven naar de behandeling van de nota modernisering ondernemingsrecht. Zie Handelingen II 16 september 2004, 100-6360, 6361 en 6364. Vgl. ook art. 3.2 van de Aanbeveling van de Commissie d.d. 15 februari 2005 betreffende de taak van niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurders of commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en betreffende comités van de raad van bestuur of van de raad van commissarissen.

⁶³⁶ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 15, 17.

⁶³⁷ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 26.

⁶³⁸ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 7.

2. Elke bestuurder draagt verantwoordelijkheid voor de algemene gang van zaken. Hij is voor het geheel aansprakelijk ter zake van onbehoorlijk bestuur, tenzij hem mede gelet op de aan anderen toebedeelde taken geen ernstig verwijt kan worden gemaakt en hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen van onbehoorlijk bestuur af te wenden.'

Deze bepaling is ook van toepassing indien er geen *one tier board* is ingesteld; ook dan kan er sprake zijn van een taakverdeling tussen bestuurders of commissarissen.

Uitgangspunt van art. 2:9 BW (nieuw) is dat taken die niet zijn toebedeeld aan individuele bestuurders op alle bestuurders rusten: zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders. Voor deze formulering is gekozen om te voorkomen dat bepaalde taken bij een taakverdeling tussen wal en schip zouden vallen omdat zij niet uitdrukkelijk zijn toebedeeld.⁶³⁹

De wetgever meent dat met de invoering van de mogelijkheid om een taakverdeling te maken, het begrip 'werkkring' overbodig wordt. Om die reden is dat begrip geschrapt in art. 2:9 BW (nieuw). Bovendien passen volgens de memorie van toelichting de termen 'taak' en 'taakverdeling' beter bij hedendaagse opvattingen over inrichting en beheer van rechtspersonen.⁶⁴⁰

Taakverdeling kan plaatsvinden bij of krachtens statuten: dus in de statuten, in een reglement of bij een bestuursbesluit.⁶⁴¹

Uitgangspunt blijft gezamenlijke verantwoordelijkheid:

*'Een taakverdeling brengt in de gezamenlijke verantwoordelijkheid geen wijziging. Iedere bestuurder blijft verantwoordelijk voor de taakuitoefening door het bestuur en voor de besluiten die door het orgaan worden genomen. Bestuurders die niet met de dagelijkse gang van zaken zijn belast, nemen evenzeer deel aan de besluitvorming over onderwerpen die de dagelijkse gang van zaken betreffen.'*⁶⁴²

Art. 2:9 lid 2 BW (nieuw) bepaalt dat elke bestuurder verantwoordelijkheid draagt voor de algemene gang van zaken:

*'Verantwoordelijkheid is de opmaat voor de regeling van de aansprakelijkheid. Het beginsel van collectief bestuur leidt ertoe dat alle bestuurders hoofdelijk aansprakelijk zijn voor onbehoorlijk bestuur, ook als een kwestie tot de taak van een bepaalde bestuurder behoorde.'*⁶⁴³

Hoewel – evenals in het huidige art. 2:9 BW – de hoofdelijkheid van de bestuurders niet in de tekst van art. 2:9 BW (nieuw) is opgenomen, wordt aangenomen dat daar derhalve wel sprake van is.

⁶³⁹ Kamerstukken II 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 7 en 14.

⁶⁴⁰ Kamerstukken II 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 7.

⁶⁴¹ Kamerstukken II 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 8.

⁶⁴² Kamerstukken II 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 8. Zie ook p. 14.

⁶⁴³ Kamerstukken II 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 8.

Ingevolge art. 2:129a lid 3 BW (nieuw) kan bij of krachtens statuten schriftelijk worden bepaald dat één of meer bestuurders rechtsgeldig kunnen besluiten omtrent zaken die tot zijn respectievelijk hun taak behoren. Bestuurders blijven wel collectief verantwoordelijk voor de besluiten die door één of meer bestuurders zijn genomen: een dergelijk besluit wordt toegerekend aan het bestuur.⁶⁴⁴ Nowak constateerde terecht dat hiermee de grondslag voor collectieve verantwoordelijkheid, het beginsel van de collegiale besluitvorming, wordt verlaten.⁶⁴⁵ De minister heeft in dit verband opgemerkt dat hij van mening is dat de bestuurders die een bevoegdheid hebben gekregen om zelfstandig besluiten te nemen, hun medebestuurders binnen een redelijke termijn (bijvoorbeeld in de eerstvolgende bestuursvergadering) moeten informeren over aldus genomen besluiten.⁶⁴⁶ Desgewenst kan in de statuten worden bepaald op welke wijze aan de informatiebehoefte van andere bestuurders tegemoet dient te worden gekomen.⁶⁴⁷ Hier kan het instellen van een besluitenlijst⁶⁴⁸ door de secretaris van de raad van bestuur, die te allen tijde toegankelijk is voor alle bestuurders – bijvoorbeeld via een alleen voor de leden van de raad van bestuur toegankelijke pagina op intranet – functioneel zijn.

De minister heeft echter ook opgemerkt dat het tevens op de weg ligt van de medebestuurders dat zij periodiek informeren of besluiten zijn genomen op grond van art. 2:129a lid 3 BW.⁶⁴⁹ Hoewel gezegd kan worden dat de medebestuurders ook een haalplicht hebben, als uitgangspunt moet mijns inziens de informatieplicht van de bestuurders die aan de besluitvorming hebben deelgenomen zwaarder wegen, zeker indien deze informatieplicht statutair is geregeld. Dat laatste is ook in lijn met het *Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*-arrest,⁶⁵⁰ waarin de Hoge Raad overtreding van de statuten aanmerkt als een zwaarwegende omstandigheid, die in beginsel aansprakelijkheid van de bestuurder vestigt. Dat zou ook een rol moeten spelen in de interne regresverhouding binnen het bestuur.

Disculpatie van de individuele bestuurder blijft echter mogelijk, indien hem (i) mede gelet op de aan anderen toebedeelde taken geen *ernstig verwijt* kan worden gemaakt en (ii) hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen van onbehoorlijk bestuur af te wenden.

⁶⁴⁴ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 17, nr. 6, p. 13.

⁶⁴⁵ Nowak 2008, p. 590.

⁶⁴⁶ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 17, nr. 6, p. 13 en 25.

⁶⁴⁷ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 17.

⁶⁴⁸ Zie ook Koppert-Van Beek 2009, p. 23.

⁶⁴⁹ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 17, nr. 6, p. 13 en 25.

⁶⁵⁰ HR 29 november 2002, *NJ* 2003, 455 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*), r.o. 3.4.5.

Volgens de tekst van art. 2:9 BW (nieuw) speelt de *ernstige verwijtbaarheid* een rol in het kader van de disculpatie. De memorie van toelichting zegt hierover:

*‘Er bestaat wel de mogelijkheid tot individuele disculpatie. Disculpatie is mogelijk wanneer een bestuurder – mede gelet op de taakverdeling – geen ernstig verwijt kan worden gemaakt en hij daarnaast niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen van onbehoorlijk bestuur af te wenden.’*⁶⁵¹

De vraag is of na de wetswijziging *ernstige verwijtbaarheid* ook een rol blijft spelen in het kader van de vaststelling van het onbehoorlijke bestuur, zoals nu het geval is volgens de *geïntegreerde aanpak* die wordt gevolgd door de Hoge Raad, waarbij *ernstige verwijtbaarheid* zowel ziet op de schending van de gedragsnorm als de toerekenbaarheid.⁶⁵² In de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel is onder verwijzing naar het *Staleman/Van de Ven*-arrest vermeld dat de voorgestelde formulering van art. 2:9 lid 2 BW (nieuw) aansluit bij de in de rechtspraak gebruikte terminologie.⁶⁵³ De strekking van die opmerking is mij toch niet zonder meer duidelijk. Betekent deze opmerking in de wetsgeschiedenis dat *ernstige verwijtbaarheid* ook vereist is voor *onbehoorlijk bestuur* door het bestuur als collectief? Kan de bestuurder zich daarnaast – nadat *ernstige verwijtbaarheid* ten aanzien van *onbehoorlijk bestuur* door het bestuur als collectief is vastgesteld – nog op het ontbreken van *ernstige verwijtbaarheid* ten aanzien van hem persoonlijk beroepen?⁶⁵⁴

Bestuurders die de bedoelde taak niet hebben gekregen, kunnen bewijs aanvoeren ten behoeve van hun disculpatie.⁶⁵⁵ De wetsgeschiedenis maakt duidelijk dat het gaat om een cumulatief vereiste: *‘Wanneer een bestuurder waarneemt dat een mede-bestuurder zijn taken niet goed vervult en daardoor onbehoorlijk bestuur dreigt, zal die bestuurder moeten ingrijpen om beroep te kunnen blijven doen op de disculpatiegrond, ook wanneer de desbetreffende taak slechts aan de mede-bestuurder is toebedeeld.’*⁶⁵⁶

Een taakverdeling geldt dus niet zonder meer als een wettelijk vastgelegde algemene uitsluiting van of constitutief vereiste voor aansprakelijkheid, die afbreuk doet aan de grondslag van de collectieve verantwoordelijkheid.

⁶⁵¹ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 8.

⁶⁵² Zie Wezeman 2003, p. 233, Assink/Olden 2005, p. 13 en Assink 2008a, p. 230.

⁶⁵³ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 9 en nr. 6, p. 18.

⁶⁵⁴ Zie daarover het artikel van mijn hand ‘Ernstige verwijtbaarheid: tussen onrechtmatigheid en toerekenbaarheid. Over de “inkleuring” van art. 6:162 BW door art. 2:9 BW’ dat binnenkort in *Ondernemingsrecht* zal verschijnen.

⁶⁵⁵ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 16.

⁶⁵⁶ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 8.

‘Om te onderstrepen dat de verdeling van de taken niet afdoet aan de collectieve verantwoordelijkheid, maar wel gevolgen kan hebben voor de individuele aansprakelijkheid, is de <<tenzij>> constructie in de huidige tekst verlaten en de aansprakelijkheid in een afzonderlijke zin geregeld.’⁶⁵⁷

Tijdens de parlementaire behandeling van het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht is de belangrijke vraag aan de orde gekomen of een niet-uitvoerende bestuurder volgens het wetsvoorstel leidt tot een verzwaring van hun aansprakelijkheidsrisico ten opzichte van commissarissen. De minister antwoordde daarop:

‘De taken van de niet uitvoerende bestuurders zijn meeromvattend dan het houden van toezicht en advisering in de tot op heden bekende zin. De niet uitvoerende bestuurders dragen bestuursverantwoordelijkheid. Zij zijn meer dan commissarissen actief betrokken bij het algemene beleid van de vennootschap; zij zijn betrokken bij de besluitvorming van het bestuur over – en zijn verantwoordelijk voor – de algemene beleidslijnen. Voor alle bestuurders en commissarissen geldt dat zij moeten ingrijpen wanneer zij op de hoogte raken van onbehoorlijk bestuur van een bestuurder, maar bestuurders in een monistisch bestuur zijn ook collectief verantwoordelijk voor het bestuursbeleid. [...] Verondersteld mag worden dat de niet uitvoerende bestuurders vaak eerder en meer informatie over (de consequenties van) het bestuursbeleid ontvangen dan commissarissen. Vanuit de gedachte dat kennis over misstanden verplicht tot ingrijpen, kan een uitvoerend bestuurder onder omstandigheden inderdaad eerder aansprakelijk zijn dan de commissaris met een meer beperkte taak in het dualistische bestuursstelsel. Of in een specifiek geval aansprakelijkheid optreedt, hangt af van de omstandigheden van het geval. Aansprakelijkheid treedt niet op tenzij de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt, aldus artikel 2:9 lid 2 BW in navolging van de jurisprudentie van de Hoge Raad.’⁶⁵⁸

Voor degenen die meenden dat de werkkring geen constitutief vereiste was, brengt art. 2:9 lid 2 BW (nieuw) geen wijziging in het aansprakelijkheidsregime.⁶⁵⁹ Taakverdeling blijft slechts één van de omstandigheden waarmee rekening gehouden kan worden bij vaststelling van aansprakelijkheid.

Het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht expliciteert (ofwel: codificeert⁶⁶⁰) dat taakverdeling een relevante omstandigheid is voor de beoordeling van een disculpatiegrond. In zoverre zou het voorstel een bevestiging zijn van de leer, zoals is af te leiden uit het *Staleman/Van der Ven*-arrest. Volgens het

⁶⁵⁷ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 8.

⁶⁵⁸ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 4 en p. 6.

⁶⁵⁹ Zie bijv. Dortmund 2008, p. 481, Seinstra 2008, p. 70 en Franken 2008, p. 70.

⁶⁶⁰ Zie Dortmund 2008, p. 481 en vgl. Dumoulin 2005, p. 272.

wetsvoorstel is – anders dan volgt uit de letterlijke bewoordingen van art. 2:9 BW – *werkkring* geen constitutief vereiste voor aansprakelijkheid. Vergeleken met de hiervoor in par. 9.3.2 beschreven bedoeling zoals die blijkt uit de wetshistorie van de voorgangers van art. 2:9 BW, meen ik dat dit een verzwakking is van de positie van individuele – zowel uitvoerende als niet-uitvoerende – bestuurders, zeker omdat taakverdeling slechts in combinatie met het niet nagelaten hebben van maatregelen ter afwending van de gevolgen van onbehoorlijk bestuur tot disculpatie kan leiden. De voorgestelde wijziging van art. 2:9 BW is hoe dan ook niet te beschouwen als een uitbreiding van de disculpatiemogelijkheid,⁶⁶¹ en geeft dus in geval van taakverdeling niet meer comfort dan de huidige regeling.

9.3.4 BEZWAREN TEGEN HET PUNITATIEVE EFFECT VAN ART. 2:9 BW (OUD EN NIEUW)

Aan de regeling van art. 2:9 BW – zowel de huidige als de voorgestelde variant – kleven belangrijke bezwaren. Een voorbeeld. Een bestuurder met een tegenstrijdig belang verkoopt in januari 2008 een activum van de vennootschap ter waarde van € 15 miljoen voor € 5 miljoen aan een derde die op de hoogte was van het tegenstrijdige belang. De bestuurder verzwijgt deze transactie aan zijn medebestuurders. De accountant ontdekt deze transactie in juli 2008 en informeert de *non-executive* bestuurders. Op dat moment had de derde nog verhaal geboden voor € 5 miljoen. De *non-executives* ondernemen niets. In december 2008 gaat de wederpartij failliet, voor de concurrente schuldeisers is geen uitkering te verwachten.

Aannemende dat er in deze casus geen sprake was van onvoldoende toezicht door de *non-executives*, draait het in dit voorbeeld derhalve om het nalaten van de *non-executives* om bij te dragen aan het afwenden van de schadelijke gevolgen van het onbehoorlijk bestuur door die medebestuurder. Door deze onbehoorlijke taakvervulling van de *non-executives* is een schade geleden van € 5 miljoen: het verschil tussen het bedrag waarop de vennootschap in juli 2008 nog verhaal had op de derde ad € 5 miljoen en het uiteindelijk gebleken (gebrek aan) verhaal. Uitsluitend die schade staat immers in een zodanig causaal verband met het handelen van de *non-executives* dat deze volgens het beginsel van adequate toerekening aan hen kan worden toegerekend.

In het systeem waarbij het nalaten om maatregelen te treffen om de gevolgen af te wenden uitsluitend een rol speelt bij disculpatie, zoals in het huidige en voorgestelde art. 2:9 BW, heeft dit nalaten tot gevolg dat zij zich

⁶⁶¹ Zie Wezeman 2009, p. 112.

niet kunnen disculperen en de *non-executives* hoofdelijk aansprakelijk zijn voor de volledige schade die het gevolg is van de onbehoorlijke taakvervulling (van de medebestuurder en dus het bestuur als collectief) ad € 10 miljoen: het verschil tussen de waarde van het activum ad € 15 miljoen en de door de derde betaalde koopprijs ad € 5 miljoen. Een belangrijk deel van deze schade is echter geen gevolg van het nalaten van de *non-executives*. Dit stelsel heeft derhalve een punitatief effect voor de *non-executives*.

Dit punitatieve effect treedt ook op in verband met de andere wettelijke disculpatiegrond, waarbij het erom gaat of de individuele *non-executive*, mede gelet op de taakverdeling, een (ernstig) verwijt kan worden gemaakt. Indien komt vast te staan dat de *non-executive* zijn toezichthoudende taak onbehoorlijk heeft vervuld, of een rechter onvoldoende gewicht toekent aan de taakverdeling zal een dergelijk disculpatieverweer falen. Dit falen leidt tot een vaststelling van hoofdelijke aansprakelijkheid voor alle schade geleden tengevolge van het onbehoorlijke bestuur. De schade waarvoor de *non-executive* op deze manier hoofdelijk aansprakelijk gehouden kan worden, is derhalve niet beperkt tot de schade die de vennootschap heeft geleden tengevolge van de onbehoorlijke vervulling van zijn toezichthoudende taak. Ook op deze manier heeft dit stelsel een punitatief effect.

Het huidige en voorgestelde stelsel van art. 2:9 BW voorziet bij een meerhoofdig orgaan maar in twee smaken: of een functionaris is hoofdelijk aansprakelijk voor het geheel, of hij is niet aansprakelijk. Het biedt geen aanknopingspunt voor een subtieler systeem, waarbij al naar gelang de aard van de onbehoorlijke taakvervulling beoordeeld wordt of, en zo ja in welke mate een functionaris aansprakelijk kan worden gehouden. Art. 32 Wet op de Coöperatieve Vereeniging bepaalde nog dat van de hoofdelijke aansprakelijkheid voor het geheel afgeweken kon worden 'indien de bestuurder van wien schadevergoeding wordt gevorderd, bewijst, dat de door de vereeniging geleden schade slechts voor een betrekkelijk gering deel aan zijne schuld of nalatigheid te wijten is' en bij de vaststelling van het door de individuele bestuurder verschuldigde schadevergoeding met die omstandigheid rekening kon worden gehouden.⁶⁶² Bij de invoering van art. 2:9 BW werd gezegd dat deze bepaling werd weggelaten omdat de mate van ieders schuld bij de hoofdelijk verbonden personen slechts van belang is bij het onderlinge verhaal als één van hen de gehele schuld heeft voldaan. De benadeelde behoeft zich niet te verdiepen in de mate van schuld van ieder die jegens hem aansprakelijk is. Juist in geval van een *one tier board* is echter een genuanceerder systeem, dat individuele verantwoordelijkheid met op maat gesneden aansprakelijkheid sanctioneert, wenselijk.

⁶⁶² Zie Wet op de Coöperatieve Vereenigingen, 1925, met aantekeningen en alphabetisch register, door W.F.M. Schutte, Zwolle: Tjeenk Willink 1925, p. 42.

Een ander aandachtspunt betreft het volgende. Als de *non-executive* deel uitmaakt van het bestuur – en hij dus als uitgangspunt mede verantwoordelijk is voor het algemene beleid – is het terecht dat hij daarvoor als een bestuurder – en niet als een commissaris – aansprakelijk is. Maar het gaat mijns inziens te ver om ten aanzien van zijn specifieke toezichthoudende taak als uitgangspunt de *non-executive* in een slechtere processuele positie te brengen dan een commissaris. De vennootschap heeft immers de bewijslast ten aanzien van de stelling dat een commissaris zijn toezichthoudende taak onbehoorlijk heeft vervuld. Onbehoorlijk bestuur leidt niet tot een (weerlegbaar) vermoeden van onbehoorlijk toezicht. Uit het systeem van art. 2:9 BW naar huidig en voorgesteld recht volgt echter dat onbehoorlijke vervulling van de toezichthoudende taak van de *non-executive* wordt verondersteld, zodra er sprake is geweest van onbehoorlijk bestuur op de (uitvoerende) taakgebieden van medebestuurders. Ter disculpatie kan de individuele *non-executive* zich vervolgens proberen te beroepen op onder meer de taakverdeling. De bewijslast terzake rust op de *non-executive*. Die bewijsomkering kan tot een belangrijke verzwaring van de aansprakelijkheid leiden, die wat betreft de toezichthoudende taak niet gerechtvaardigd en ook niet nodig is.

Ik meen dat er op dit punt geen overtuigende argumenten zijn voor dit verschil in processuele posities van de commissaris en de *non-executive*. Zowel ten aanzien van de positie van de commissaris als de *non-executive* beschikt de vennootschap over dezelfde bewijsmogelijkheden. Het is niet zo dat de vennootschap over minder mogelijkheden beschikt om de tekortkoming in de nakoming van de toezichthoudende taak van de *non-executive* te bewijzen dan die van de commissaris. Er is wat dat betreft dus geen reden om de vennootschap te helpen en haar in een comfortabelere bewijspositie te brengen. Naar mijn mening zou derhalve de stelplicht en bewijslast ten aanzien van de tekortkoming in de behoorlijke vervulling van de toezichthoudende taak van de *non-executives* bij de vennootschap moeten rusten. Dit is dan een additionele stelplicht en bewijslast, naast die met betrekking tot de tekortkoming in de behoorlijke taakvervulling van de *executives*.

9.3.5 EEN VOORSTEL VOOR EEN ALTERNATIEVE TEKST VOOR ART. 2:9 BW

Wezeman heeft terecht gesignaleerd dat het de aantrekkelijkheid van het *one tier* model ten goede zou komen indien de wetgever de aansprakelijkheid van niet-uitvoerende bestuurders wat minder zwaar zou aanzetten. Ook ik ben een voorstander van een meer genuanceerde aanpak. Wezeman heeft de suggestie gedaan dat de wetgever voor vennootschappen met een *one tier board* zou kunnen bepalen dat onbehoorlijke taakvervulling van uitvoerende bestuurders in beginsel niet hoeft te gelden als onbehoorlijke taakvervul-

ling van alle bestuurders.⁶⁶³ Ik zou een nog genuanceerder systeem willen voorstellen, dat kan worden toegepast op zowel bestuurders (in een *one tier* of een *two tier board*) als commissarissen.

Ik zou onderscheid willen maken al naar gelang de verschillende op een individuele functionaris rustende taken. Wel beschouwd heeft een functionaris vier soorten taken:

- (1) de specifiek aan hem toebedeelde taken;
- (2) alle taken die niet specifiek aan andere functionarissen zijn toebedeeld;
- (3) de algemene gang van zaken;⁶⁶⁴ en
- (4) bijdragen tot het afwenden van gevolgen van onbehoorlijke taakvervulling, ook als dat ligt op een taakgebied dat niet aan hem is toebedeeld.

Taken 2 tot en met 4 rustten op alle functionarissen gezamenlijk. Taak 1 rust alleen op de betreffende functionaris, tenzij de betreffende taak aan meer dan één functionaris is toebedeeld.

De functionaris moet al deze taken behoorlijk uitoefenen. Alleen indien het een taak betreft die op meer functionarissen rust, kan er naar mijn mening ter zake van die taak sprake zijn van hoofdelijke aansprakelijkheid.

Ik zal de werking van dit systeem thans illustreren. Voor een *non-executive* in een *one tier board* is een belangrijke hem toebedeelde taak het houden van toezicht op de taakuitoefening door de *executives*, welke taak hij in het algemeen samen met andere *non-executives* zal uitoefenen.

Toegepast op de *non-executive*: andere dan de hiervoor genoemde vier soorten taken heeft hij niet en hij zou daarvoor ook niet aansprakelijk moeten zijn. Dat betekent in het geval er onbehoorlijk bestuur wordt gesteld ten aanzien van een kwestie die ligt binnen een taakgebied dat aan een medebestuurder is toegekend, en niet behoort tot de algemene gang van zaken, de *non-executive* alleen aansprakelijk kan zijn indien en voor zover hij i) onvoldoende toezicht heeft gehouden op die taakuitoefening door de medebestuurder (en dus de specifiek aan hem opgedragen taak onbehoorlijk heeft vervuld), en/of ii) niet heeft bijgedragen aan het afwenden van de schadelijke gevolgen van het onbehoorlijk bestuur door die medebestuurder. Ik benadruk dat die aansprakelijkheid alleen zover zou moeten reiken *voor zover* die genoemde taken onbehoorlijk zijn vervuld. Alleen voor die schade van de vennootschap, die door het nalaten van de *non-executive* is veroorzaakt, zou een *non-executive* aansprakelijk moeten zijn.

⁶⁶³ Wezeman 2009, p. 113. Zie ook Wezeman 2008, p. 127.

⁶⁶⁴ Ingeval het gaat om de toepassing van art. 2:9 BW op commissarissen, dan houdt deze taak in het toezicht op de algemene gang van zaken.

Door de afzonderlijke taken van de leden van de organen te beschrijven en uit te splitsen in de wet en daarmee de aansprakelijkheden specifieker te kunnen koppelen aan het takenpakket van de individuele functionaris, kan een evenwichtiger resultaat worden bereikt. De volgende tekst van art. 2:9 BW zou meer recht doen aan de specifieke positie van individuele functionarissen, in het bijzonder *non-executives*:

‘1. Elke bestuurder is tegenover de rechtspersoon gehouden tot een behoorlijke vervulling van zijn taak. Tot de taak van een bestuurder behoren:

(a) de algemene gang van zaken; en

(b) alle taken die hem bij of krachtens de wet of de statuten zijn toebedeeld;

(c) alle taken die niet bij of krachtens de wet of de statuten aan één of meer andere bestuurders zijn toebedeeld;

(d) het bijdragen aan het afwenden van schadelijke gevolgen voor de vennootschap veroorzaakt door kennelijk onbehoorlijke taakvervulling door hemzelf en andere bestuurders.

2. Elke bestuurder is verplicht de schade die de vennootschap lijdt tengevolge van een kennelijk onbehoorlijke vervulling van zijn taak aan de vennootschap te vergoeden, tenzij deze kennelijk onbehoorlijke taakvervulling hem niet kan worden toegerekend.

3. Bij een aangelegenheid die tot de taak van meer bestuurders behoort, zijn deze bestuurders hoofdelijk aansprakelijk voor de verplichting om de schade die de vennootschap lijdt tengevolge van een kennelijk onbehoorlijke vervulling van die taak aan de vennootschap te vergoeden. Niet aansprakelijk is de bestuurder die bewijst dat deze kennelijk onbehoorlijke taakvervulling hem niet kan worden toegerekend.

4. Een kennelijk onbehoorlijke taakvervulling kan niet aan een bestuurder worden toegerekend, indien hem terzake geen ernstig verwijt kan worden gemaakt.’

De systematiek van deze bepaling werkt als volgt. Als een bestuurder een uitsluitend aan hem toebedeelde taak kennelijk onbehoorlijk vervult, dan kan hij aansprakelijk worden gehouden op grond van art. 2:9 lid 1 sub b jo. lid 2 BW. Is de taakvervulling ter zake van de algemene gang van zaken kennelijk onbehoorlijk, dan kan een *non-executive* (samen met zijn medebestuurders) hoofdelijk aansprakelijk worden gehouden uit hoofde van art. 2:9 lid 1 sub a jo. lid 3 BW. Heeft een medebestuurder van de *non-executives* de specifiek aan hem toebedeelde taak kennelijk onbehoorlijk vervuld en hebben de *non-executives* hun toezichthoudende taak kennelijk onbehoorlijk vervuld, dan kunnen de *non-executives* op grond van art. 2:9 lid 1 sub b jo. lid 3 BW samen met die medebestuurder hoofdelijk aansprakelijk worden gehouden voor de schade die de vennootschap heeft geleden tengevolge van dat kennelijk onbehoorlijke bestuur. Indien die *non-executives* hun toezichthoudende taak niet kennelijk onbehoorlijk hebben vervuld, maar zij hebben nagelaten bij te dragen aan het afwenden van de schadelijke gevolgen voor

de vennootschap veroorzaakt door de kennelijk onbehoorlijke taakvervulling van de medebestuurder, dan zijn zij met de medebestuurder volgens art. 2:9 lid 1 sub d jo. lid 3 BW hoofdelijk aansprakelijk voor de schade die de vennootschap heeft geleden door dat nalaten. De medebestuurder is daarnaast op grond van art. 2:9 lid 1 sub b jo. lid 2 BW aansprakelijk jegens de vennootschap voor de overige schade die door zijn kennelijk onbehoorlijke taakvervulling is veroorzaakt.

Deze regeling:

- (1) neemt als uitgangspunt bij de beoordeling van het functioneren van een individuele bestuurder de in het geding zijnde taak die hem (persoonlijk) is opgedragen;
- (2) legt de stelplicht en de bewijslast ten aanzien van het bestaan van een hoofdelijkheid – en dus van de omstandigheid dat een aangelegenheid tot de taak van meerdere bestuurders behoort – bij de vennootschap;
- (3) bepaalt dat het aan de vennootschap is om te stellen en bewijzen dat de individuele bestuurder, of – in geval van hoofdelijkheid – het collectief van relevante bestuurders, de hem respectievelijk hen opgedragen in het geding zijnde taak kennelijk onbehoorlijk heeft vervuld;
- (4) spreekt over *kennelijk onbehoorlijke taakvervulling*, om duidelijk te maken dat het moet gaan om evidente gevallen van onbehoorlijke taakvervulling, dat het onbehoorlijke karakter daarvan buiten kijf moet staan en er in geval van twijfel geen aansprakelijkheid ontstaat.⁶⁶⁵ De term *ernstige verwijtbaarheid* zal niet (meer) worden gebruikt bij de beoordeling of er sprake is geweest van een gedragsnormschending in de zin van art. 2:9 BW;
- (5) maakt met het woord *kennelijk* duidelijk dat de rechter een vorm van marginale toetsing moet toepassen;
- (6) voorziet in toerekening aan individuele bestuurders krachtens schuld (*ernstige verwijtbaarheid*);
- (7) legt de stelplicht ten aanzien van het causaal verband tussen de kennelijk onbehoorlijke taakvervulling en de schade bij de vennootschap.

In deze regeling is niet vastgelegd welke omstandigheden een rol spelen bij de vaststelling van de aan de individuele bestuurder opgedragen taak en de (on)behoorlijke vervulling daarvan.⁶⁶⁶ Hoewel het mogelijk zou zijn in de wet een palet van relevante omstandigheden weer te geven, lijkt mij dat bij uitstek een ontwikkeling die in de jurisprudentie moet plaatsvinden aan de hand van de casuïstiek. Het is ondoenlijk om een limitatieve opsomming te geven.

⁶⁶⁵ Vgl. onder meer *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 6, p. 21.

⁶⁶⁶ Zie de suggestie van Dumoulin 2005, p. 271.

10. Beantwoording van de onderzoeksvraag

Aan het slot van dit deel van het preadvies kom ik terug bij de onderzoeksvraag: op welke wijze kan de hoogte van de drempel voor aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor falend risicomanagement worden bepaald?

Het zal niet verbazen dat er geen eenduidig antwoord op deze onderzoeksvraag is te geven in termen van een exacte meting. Wel is in dit preadvies een aantal contouren van die drempel geschetst. Allereerst is daarbij de risicofilosofie van de Nederlandse rechtsorde wat betreft ondernemersrisico's en aansprakelijkheid van belang. Daaruit volgt dat die drempel voor aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen hoog moet zijn, omdat de samenleving niet is gediend met regelgeving die hen stimuleert om steeds de voorkeur te geven aan risicomijdende beslissingen met weinig economisch voordeel. Dat is het algemene uitgangspunt.

Belangrijk tweede gezichtspunt daarbij is dat beslissingen van deze organen niet moeten worden beoordeeld aan de hand van de uitkomst van die beslissingen. Bestuurders en commissarissen hebben de door mij als *kritische faalfactoren* voor bestuursbeslissingen omschreven omstandigheden (psychologische, externe en interne factoren) immers niet altijd in de hand. Bovendien is het lastig voor rechters om daarover een volstrekt objectief oordeel te vormen, onder meer door de *hindsight bias* en *curse of knowledge*, waardoor hun beslissingen kunnen worden beïnvloed door kennis over feiten die zich hebben voorgedaan nadat de bestuurders hun beslissingen namen. De enkele verwezenlijking van een risico die tot een verlies leidt, rechtvaardigt niet noodzakelijkerwijs de conclusie dat er sprake is geweest van falend risicomanagement. Bij rechterlijke toetsing zullen derhalve in principe de gevolgde procedures en logica van de besluitvorming centraal staan.

Vervolgens heb ik in mijn analyse weergegeven dat er in dit verband eigenlijk niet kan worden gesproken over 'de' drempel. In de aansprakelijkheidsnorm zit immers een aantal elementen, zoals de gedragsnorm, causaliteit en toerekening. Voor al die elementen kunnen drempels worden geïdentificeerd. Daarnaast kunnen rechters een terughoudende toetsingsnorm toepassen. Ik heb in dit preadvies gesproken over de drempels voor de gedragsnorm en de toerekeningsnorm, en kort over de rechterlijke toetsingsnorm.

Ik heb betoogd dat de drempel van de toerekening hoog opgetrokken kan worden door uitsluitend toerekening krachtens schuld – en dus niet krachtens verkeersopvattingen – toe te staan, en daarbij bovendien een zware schuldgradatie te eisen: opzet of bewuste roekeloosheid. Een argument voor het aansluiten bij verwijtbaarheid is dat er op die manier rekening wordt gehouden met psychologische factoren die aan een optimale besluitvorming in de weg kunnen staan.

Daarnaast dient de drempel voor de gedragsnorm hoog te zijn in het licht van de beleidsvrijheid van het bestuur en de brede bandbreedte die kan bestaan bij de beoordeling van bestuurlijk handelen: het is moeilijk vast te stellen of een bestuurder een 'foute' beslissing heeft genomen. De hoogte van de (gedragsnorm)drempel kan overigens variëren al naar gelang de aard van het gelopen risico. Pleitbaar is dat er een onderscheid gemaakt kan worden tussen compliance en financiële verslaggevingsrisico's enerzijds, en risico's die niet door de overheid zijn opgelegd. Voor die eerste categorie heeft het bestuur weinig beleidsvrijheid. Het heeft niet de keuze om een beleid te ontwikkelen dat gericht is op het niet voldoen aan de wet- en regelgeving op dat gebied. Wel heeft het bestuur een bepaalde beleidsvrijheid ten aanzien van de wijze waarop binnen de onderneming invulling wordt gegeven aan het voldoen aan (open) normen. Beheersing van compliance en financiële verslaggevingsrisico's dient een redelijke mate van zekerheid te geven dat door de onderneming te stellen doelstellingen op dat gebied zullen worden gehaald. Voor beheersing van risico's op het gebied van operationele en strategische doelen gaat het erom dat er een redelijke mate van zekerheid wordt gekregen dat de onderneming voortgang boekt bij het bereiken van haar doelen. Het komt er daarbij met name op aan of er procedures zijn ingesteld voor het identificeren van dergelijke risico's, dat deze transparant worden gemaakt binnen de organisatie en gerapporteerd aan het bestuur, terwijl besloten wordt op welke wijze met de geïdentificeerde risico's zal worden omgegaan.

Een ander onderscheid waarop een differentiatie in gedragsnormen kan worden gebaseerd is die op grond van het criterium of een door de onderneming vrijwillig genomen risico wel of geen gevaarstelling voor derden tot gevolg heeft. De gedragsnorm zou strenger kunnen zijn naarmate er sprake is van dergelijke gevaarstelling, in het bijzonder indien het gaat om risico's die catastrofale gevolgen kunnen hebben, bijvoorbeeld als het gaat om gezondheids-, milieu- of systeemrisico's.

Ten slotte zou het vrijwillig accepteren van risico's door bij de vennootschap betrokkenen moeten leiden tot beperking van hun aansprakelijkheidsmogelijkheden. Dit speelt onder meer ten opzichte van aandeelhouders ten aanzien van de gecommuniceerde *risk appetite* en risico's.

Het concept risicobeheersing is feitelijk een manier van denken en besluiten die in de psychologische literatuur wel wordt aangeduid met *system 2 thinking*: bewust, inspanningsvol, expliciet en logisch. Het geeft een waarborg dat op bestuursniveau volgens een rationele beslissingsmethode besluiten kunnen worden genomen en externe mededelingen kunnen worden gedaan over risico's en de beheersing daarvan. Ook stelt risicobeheersing het bestuur in staat om toezicht te houden op de onderneming.

Er zijn echter tevens duidelijke beperkingen aan de mogelijkheden om risico's te beheersen. Daarbij komt het vooral aan op de *kritische faalfacto-*

ren. Externe factoren heeft een onderneming niet (goed) in de hand. Bovendien kunnen mensen in de onderneming ook fouten maken bij de risicobeheersing. Ik maakte een globale indeling van aan risicobeheersing gerelateerde fouten in vijf categorieën: i) de afwezigheid van een risicobeheersingssysteem, ii) systeemfouten, iii) werkingsfouten, iv) beoordelingsfouten, en v) onvoldoende transparantie aan de markt over risico's en risicobeheersing. Het strekt tot aanbeveling dat bij de beoordeling van een feitencomplex waarbij mogelijk sprake is van falend risicomanagement, wordt nagegaan van welke categorie risicobeheersingsfouten sprake is. Ook moet worden nagegaan op welk niveau binnen de organisatie de fout is gemaakt en in hoeverre bestuurders of commissarissen kennis droegen of behoorden te dragen van die fout.

Met name bij beoordelingsfouten speelt de vraag naar de toepasselijke rechterlijke toetsingsnorm. Naar mijn mening is de toetsingsnorm die door de Hoge Raad is geformuleerd voor schending van de gedragsnorm in art. 2:138/248 BW (*kennelijk onbehoorlijk bestuur*), te weten of 'geen redelijk denkend bestuurder – onder dezelfde omstandigheden – aldus gehandeld zou hebben' adequaat, ook voor aansprakelijkheid uit hoofde van art. 2:9 BW.

Wat betreft de grondslagen van aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen ben ik vooral ingegaan op aansprakelijkheid jegens de vennootschap uit hoofde van art. 2:9 BW en aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving jegens derden op grond van art. 2:139 BW. Ik heb betoogd dat als het om misleidende financiële verslaggeving gaat, deze bepalingen in beginsel communicerende vaten zouden moeten zijn. Het zou er dan op neerkomen dat een individuele disculpatiemogelijkheid op grond van art. 2:139 BW openstaat voor een individuele bestuurder: i) aan wie de misleidendheid niet is toe te rekenen; en ii) die zijn (individuele) taak als bestuurder terzake behoorlijk heeft vervuld.

Bij de bespreking van de gedragsnormen ter zake van risicobeheersing die voortvloeien uit art. 2:9 BW heb ik gefocust op dertien in het oog springende punten. Daaruit heb ik algemene vereisten afgeleid die aan het bestuur op het gebied van risicobeheersing mogen worden gesteld. In het algemeen zou dat als volgt kunnen worden beschreven. Een zorgvuldig bestuur dient zich voldoende inspanningen te getroosten om ervoor te zorgen dat er op de aard en omvang van de onderneming en haar activiteiten processen aanwezig zijn die zorgen dat belangrijke risico's binnen de onderneming worden gesignaleerd en begrepen, dat deze transparant worden gemaakt binnen de organisatie en worden gerapporteerd aan het bestuur, waardoor het bestuur in staat wordt gesteld om: i) goed geïnformeerde beslissingen te nemen, ii) zoveel mogelijk verrassingen te voorkomen, opdat verliezen zoveel mogelijk op die plaatsen worden geleden en in een omvang waar het bestuur dat heeft gecalculeerd, iii) tijdig en adequaat in te grijpen als risico's zich verwezenlijken, en iv) juiste informatie publiek te maken over risico's en risicobe-

heersing binnen de onderneming. Het bestuur dient erop toe te zien dat er een adequate interne controle is die erop toeziet dat de gestelde regels en criteria worden geïmplementeerd, nageleefd en gehandhaafd. Bij serieuze aanwijzingen dat er sprake is van een materiële zwakte in de opzet of werking van die systemen, dient daarnaar een nader onderzoek te worden ingesteld. Bij materiële incidenten dient het bestuur te handelen, hetzij door de regels te handhaven, hetzij door na een afgewogen beslissing te besluiten niet te handelen of procedures aan te passen.

Wat betreft de taak van de raad van commissarissen kan een onderscheid worden gemaakt tussen het houden van toezicht op enerzijds het strategische beleid en anderzijds het operationele risicobeleid en de uitvoering daarvan. De raad van commissarissen dient toezicht te houden op het strategische beleid en in het bijzonder op de risico's die bij verwezenlijking catastrofale gevolgen kunnen hebben voor de onderneming en haar maatschappelijke omgeving. Ik heb de stelling geponeerd dat op het punt van operationele risicobeheersing en het toezicht daarop in de praktijk van grote concerns de verschillen in verantwoordelijkheden van bestuurders en commissarissen eerder gradueel dan principieel zijn. Dit heeft te maken met de omstandigheid dat enerzijds bestuurders zelf toezicht houden op de implementatie en de werking van het operationele risicobeleid binnen de organisatie, terwijl anderzijds de raad van commissarissen toezicht houdt op het bestuur op dat punt. Het graduele verschil vindt zijn grondslag in het aggregatieniveau. De feitelijke verschillen in omvang en reikwijdte van de taak van deze organen, de intensiteit van hun betrokkenheid bij de onderneming en hun positie in de informatieketen, hebben wel tot gevolg dat bestuurders en commissarissen in de praktijk een belangrijk verschil in aansprakelijkheidspositie hebben.

Er bestaan ook onderlinge verschillen in aansprakelijkheidsposities tussen leden van het bestuur, zeker als er sprake is van een *one tier board* met uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Niet-uitvoerende bestuurders hebben anders dan commissarissen zitting in het bestuur. Hoewel zij ook taken hebben die soortgelijk zijn aan die van commissarissen, hebben zij ook additionele verantwoordelijkheden voor de algemene gang van zaken, zoals strategie en algemeen beleid, en zijn zij intensiever betrokken bij kwesties die de dagelijkse gang van zaken betreffen. Ik heb beargumenteerd dat het hoofdelijke aansprakelijkheidsregime van het huidige en onder het Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht voorgestelde art. 2:9 BW ongewenste punitieve effecten kan hebben voor individuele bestuurders. Bovendien meen ik dat er onvoldoende reden is om niet-uitvoerende bestuurders processueel per definitie in een slechtere positie te brengen dan commissarissen. Ter onderzinking van deze bezwaren heb ik een voorstel gedaan voor een gewijzigde tekst van art. 2:9 BW, op basis waarvan de beoordeling van het functioneren van een individuele bestuurder geschiedt aan de hand van de hem toekomende taak of taken. Juist – maar niet alleen – bij een *one tier board* is een

genuanceerd systeem, dat individuele verantwoordelijkheid met op maat gesneden aansprakelijkheid sanctioneert, wenselijk.

Ik kom tot een afronding. Op bestuurders en commissarissen rust ter zake van risicobeheersing geen resultaatsverplichting, in de zin dat zij de verantwoordelijkheid hebben om te voorkomen dat de risico's waar de vennootschap aan blootstaat zich verwezenlijken of volledig onder controle zijn. Een dergelijke verplichting zou de kern van het ondernemerschap aantasten; ondernemen zonder het nemen van risico is ondenkbaar. Bovendien is het gezien de diversiteit aan risico's, risicopercepties en risicofilosofieën ondoenlijk om voor alle ondernemingen op objectieve wijze eenduidig en concreet vast te stellen wat het minimale niveau van risicobeheersing is, waar bestuurders en commissarissen altijd voor zouden moeten instaan. Ten slotte hebben bestuurders en commissarissen de *kritische faalfactoren* voor hun beslissingen op dit gebied niet altijd in de hand. Het lijden van een verlies betekent derhalve niet noodzakelijkerwijs dat er sprake is geweest van falend risicomanagement. En zelfs als er sprake is geweest van een risicobeheersingsfout is het de vraag of deze toerekenbaar is. Aansprakelijkheid voor falend risicomanagement zou immers geen risicoaansprakelijkheid moeten zijn!

Dankwoord

Het meest inspirerende onderdeel van het schrijven van dit preadvies vormde voor mij de gesprekken over risicomanagement met onder meer de volgende personen:

Jean Frijns (o.a. voormalig voorzitter van de Monitoring Commissie Corporate Governance), Henry Goverde (Hoofd Group Compliance & Regulatory Affairs Achmea), Gill Graham (Chief Risk Officer NUON N.V.), Jos de Groot (director PricewaterhouseCoopers Accountants N.V.), Armand Hoftijzer (Managing Director AON Global Risk Consultants), Joanne Kellerman (bestuurder De Nederlandsche Bank N.V.), Karin Kersten (Hoofd Policy & Portfolio Management ABN Amro Bank N.V.), Jaap van Manen (o.a. partner PricewaterhouseCoopers Accountants N.V., Hoogleraar Corporate Governance aan de RUG), Jan Sijbrands (Chief Risk Officer NIBC Bank N.V.), Tom de Swaan (o.a. lid van de Adviescommissie Toekomst Banken), Michel Visser (Broking Director Financial Lines AON), Peter Wakkie (o.a. Chief Corporate Governance Counsel Ahold N.V.) en Freek Warmelink (Director Global Accounts AON Risk Services). Ik stel het zeer op prijs dat zij hun persoonlijke visies op en praktijkervaringen met risicomanagement met mij hebben willen delen.

Daarnaast ben ik mijn (co-)promotor Vino Timmerman, Paul Storm en Huub Willems dankbaar dat zij de tijd en moeite hebben genomen om mij suggesties te doen en van commentaar te voorzien naar aanleiding van een eerdere versie van mijn deel van het preadvies. Het was fijn dat ik tijdens de enerverende zomermaanden van 2009 ook met mijn ouders en Berend-Jan heb kunnen klankborden.

Student-stagiair Justus Hoefnagel en secretaresses Corrie de Jong, Annette Huizing en Irene van Baarsen hebben mij goed geholpen, vooral bij het opstellen van de registers en het voetnotenapparaat.

Tot slot ben ik NautaDutilh N.V. erkentelijk voor de ruimte die mij is geboden voor wetenschappelijke activiteiten.

Daniella Strik
Rotterdam, 29 september 2009

Lijst van verkort aangehaalde literatuur

Adams/Thompson 2002

J. Adams & M. Thompson, 'Taking account of societal concerns about risk. Framing the problem', *Research Report 035*, 2002 (www.hse.gov.uk).

Adviescommissie Toekomst Banken 2009

Adviescommissie Toekomst Banken, *Naar herstel van vertrouwen*, 7 april 2009 (www.nvb.nl)

Anderson 2009

R. Anderson, *Independent Governance: Risk and Assurance, Consultants report for the OECD*, 2009.

Annink 2004

Annink, 'De corporate governance beheerst', *TvCo* 2004/3, p. 59 e.v.

AON 2009

AON, *Global Risk Management Survey '09*.

Arlen 2008

J. Arlen, 'The Story of Allis-Chamber, Caremark, and Stone: Directors' Evolving Duty to Monitor', *NYU Law & Economics Research Paper Series*, no. 08-57, November 2008.

Asser/Maeijer/Van Solinge/Nieuwe Weme 2009

C. Asser, bew. door J.M.M. Maeijer, G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. Rechtspersonenrecht. De Naamloze en de Besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.

Assink 2007

B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* (diss.), Kluwer 2007.

Assink 2008a

B.F. Assink, 'Kan de Delaware *business judgment rule* wat betekenen voor het Nederlandse vennootschapsrecht, specifiek het enquêterecht?', *Ondernemingsrecht* 2008-6, p. 230 e.v.

Assink 2008b

B.F. Assink, 'Naschrift bij 'Delaware revisited; een mini-enquête'', *Ondernemingsrecht* 2008-9, p. 356 e.v.

Assink 2008c

Annotatie bij Roodhof/Bokma (Hof Leeuwarden 30 januari 2008), *JOR* 2008/89.

Assink 2009

B.F. Assink, Re Citigroup, Inc. Shareholder Derivative Litigation Delaware, no. 12, 27 februari 2009 (www.thedefiningtension.com).

Aziz 2008

The Aziz Corporation, Press-Releases *Macho Risk-Taking culture at the heart of the financial crises, say business executives*, 30 december 2008 (www.azizcorp.com).

Bainbridge 2009a

S.M. Bainbridge, *Chandlers Citigroup Opinion Risk Management and Director Oversight Liability*, 28 februari 2009 (www.professorbainbridge.com).

Bainbridge 2009b

S.M. Bainbridge, 'Caremark Enterprise Risk Management', *UCLA Law & Economics Research Paper Series* No. 09-08, 18 maart 2009.

Bainbridge 2009c

S.M. Bainbridge, *Director Liability for Risk Management*, 27 juli 2009 (www.professorbainbridge.com).

Bartman/Holtzer 2008

S.M. Bartman & M. Holtzer, 'Evenwichtig ondernemingsbestuur in de polder', *TvOB* 2008-3, p. 57 e.v.

Bazermann 2009

M.H. Bazerman & D. Moore, *Judgment in Managerial Decision Making*, John Wiley & Sons, Inc., 2009.

Beck 1992

U. Beck, *Risk Society. Towards a New Modernity*, SAGE Publications 1992.

Beck 1999

U. Beck, *World Risk Society*, Cambridge: Polity Press 1999.

Beck 2009

U. Beck, *World at Risk*, Cambridge: Polity Press 2009.

Beckman 1994

H. Beckman in: J.R. Glasz, H. Beckman & J.A.M. Bos, *Bestuur en Toezicht*, Deventer: Kluwer 1994, p. 15 e.v.

Berendsen/Smit 2009

S.J.H.M. Berendsen/Smit, 'Willemsen Beheer c.s./NOM: een nieuwe stap richting dezelfde norm voor verschillende vormen van bestuurdersaansprakelijkheid?', *TOP* 2009/5, p. 173 e.v.

Bethel/Ferrel/Hu 2007

J.E. Bethel, A. Ferrell & G. Hu, 'Legal and economic issues in litigation arising from the 2007-2008 credit crisis', *discussion paper Harvard Law School*, 17 november 2008.

Van Beurden 2004

B.C.J.M. van Beurden, 'Het bestuur verklaart: De onderneming is 'In Control'', *TvOB* 2004-4, p. 159 e.v.

Bier 2005

B. Bier, 'Het risico van de risicobeheersing- en interne controlesystemen: de 'in control' verklaring van de Code Tabaksblad', *Ondernemingsrecht* 2005-16, p. 539 e.v.

Bloembergen (1990)

A.R. Bloembergen, *Onrechtmatige Daad I*, Deventer: Kluwer 1990.

Bon 2006

B. Bon, 'Wettelijke invulling van bestuurstaken: een verhoging van het aansprakelijkheidsrisico?', *V&O* 2006/11, p. 205 e.v.

Borrius 2008

Y. Borrius, 'Kroniek bestuurdersaansprakelijkheid', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Deventer: Kluwer 2008, p. 83 e.v.

Van den Bosch/Jennen 2008

R. van den Bosch & B.C.G. Jennen, 'Het interne fraudeonderzoek', *TvCo* 2008/1, p. 21 e.v.

Boukema 1979

C.A. Boukema, 'Aantekeningen' – bij uitspraak Hof Amsterdam (OK) 21 juni 1979', *TVVS* 1979/7, p. 244 e.v.

DEEL II

Bradshaw/Richardson/Sloan 2003

T. Bradshaw, S.A. Richardson & R.G. Sloan, 'Pump and Dump: An Empirical analysis of the Relation between Corporate Financing Activities and Sell-Side Analyst', *Working Session Papers*, mei 2003.

Bras 2006

A.D.M. Bras, 'Het hoe en waarom (niet) van de balans aansprakelijkheid', *Tijdschrift voor jaarrekeningenrecht* 2006/4/5, p. 100 e.v.

Brown 2007

J.R. Brown, *Top 10 Reasons why Independent Directors Are Not Independent Under Delaware Law* (www.theracetothetbottom.org).

Chorafas 2006

D.N. Chorafas, *IFRS, Fair Value and Corporate Governance The impact on budgets, balance sheets and management accounts*, Deventer: Kluwer 2006.

Chugh 2004

D. Chugh, 'Societal and Managerial Implications of Implicit Social Cognition: Why Milliseconds Matter', *Social Justice Research*, Vol. 17, No. 2, 2004, p. 203 e.v.

Claassen 2005

L. Claassen, 'Compliance risk management – noodzakelijk kwaad of toegevoegde waarde voor de dagelijkse compliance-werkzaamheden?', *TvCo* 2005-6, p. 125 e.v.

Claes 2008

P.F. Claes, *Risicomanagement*, Wolters-Noordhoff 2008.

Code Banken 2009

Nederlandse Vereniging van Banken, *De Code Banken*, 2009 (www.nvb.nl).

Combined Code 2008

Financial Reporting Council, *The Combined UK Code on Corporate Governance*, 2008 (www.frc.org.uk).

Companies Act 2006

Companies Act, 2006 (www.opsi.gov.uk).

Conference Board 2007

The Conference Board, *Emerging Governance Practices in Enterprise Risk Management*, 2007.

Cools 2006

K. Cools, *Controle is goed, vertrouwen beter*, Assen: Van Gorcum 2006.

COSO 2004

COSO, *Enterprise Risk Management – Integrated Framework*, september 2004.

Cowen 2008

T. Cowen, 'Bailout of Long-Term Capital: A Bad Precedent?', *New York Times*, 26 december 2008.

CPB 2009

Centraal Economisch Plan 2009.

De Cremer 2009

D. de Cremer, 'Laat toekomstige manager een beroepseed afleggen. Crisis maakt duidelijk dat bedrijfsbestuur aan morele standaarden moet voldoen', *Het Financieele Dagblad*, 4 september 2009.

Crouhy/Galai/Mark 2006

M. Crouhy, D. Galai & R. Mark, *The essentials of Risk Management*, McGraw-Hill 2006.

Cutler 2004

Speech by S.M. Cutler SEC Staff, *Second Annual General Counsel Roundtable: Tone at the Top: Getting it Right*, 3 december 2004.

Dassen 2004

R. Dassen, 'Risicobeheersing na Tabaksblat: de volgende stap?', *MAB* 2004, p. 130 e.v.

Davies 2003

P. Davies, *Gower and Davies' Principles of Company Law*, Sweet and Maxwell 2003.

Dinant 2007

J. Dinant, 'Toezicht op de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. Enkele operationele toezichtaspecten nader belicht', *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht* 2007/1/2, p. 4 e.v.

DEEL II

Dinant/Meershoek 2009

J. Dinant & A.W.J. Meershoek, 'Toezicht AFM op de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. Activity report 2008 en een blik vooruit', *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht* 2009/1/2, p. 18 e.v.

Dolan/Edlin/Tsuchiya/Wailoo 2007

P. Dolan, R. Edlin, A. Tsuchiya & A. Wailoo, 'It ain't what you do, it's the way that you do it: Characteristics of procedural justice and their importance in social decision-making', *Journal of Economic Behavior & Organization* 2007, Vol. 64, p. 157 e.v.

Dortmond 1990

P.J. Dortmund, 'Misbruik van rechtspersonen', in: *Piercing van Schilfgaarde*, 1990, p. 13 e.v.

Dortmond 2005

P. Dortmund, 'Delegatie binnen het toezichthoudend en het bestuurlijk orgaan', *Ondernemingsrecht* 2005-8, p. 265 e.v.

Dortmond 2008

P.J. Dortmund, 'Een one-tier board voor naamloze en besloten vennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2008-13, p. 481 e.v.

Douglas/Wildavsky 1982

M. Douglas & A. Wildavsky, *Risk and culture*, University of California Press 1982.

Dumoulin 2005

S.H.M.A. Dumoulin, 'De positie van niet-uitvoerende bestuurders in het monistisch bestuursmodel', *Ondernemingsrecht* 2005-8, p. 266 e.v.

Dunne 2002

J.M. van Dunne, 'Het risicobegrip vanuit het perspectief van het milieuaansprakelijkheidsrecht', in: *Perspectieven op milieurisico's*, 2002.

ECGF 2006

European Corporate Governance Forum, *Statement of the European Corporate Governance Forum on Risk Management and Internal Control*, juni 2006.

Economist 2008

'A personal view of the crisis. Confessions of a Risk Manager', *The Economist*, 7 augustus 2008.

Van Eeghen 2004

L.J. van Eeghen, 'Aansprakelijkheid voor de jaarrekening en de "expectation gap"', *Ondernemingsrecht* 2004-15, p. 572 e.v.

Fama/Jensen 1983

E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Separation of ownership and control', *Journal of law and economics*, Vol. 26, nr. 2, 1983, p. 1 e.v.

Het Financieele Dagblad 2005

'Leaseverkoper getraind in verzwijgen risico', *Het Financieele Dagblad*, 16 juni 2005.

Financial Report Council 2005

The Financial Report Council, *Internal Control revised guidance for directors on the Combined Code*, oktober 2005.

FIRM

De Nederlandsche Bank, *Financial Institutions Risk analysis Method*, november 2005.

FitchRatings 2009

FitchRatings, *Global Credit Derivatives Survey: Surprises, Challenges and the Future*, 20 augustus 2009.

Fleury 2009

E. Fleury, 'Les confessions de Jérôme Kerviel "On cherche à me faire passer pour un dingue"', *Le Parisien*, 22 januari 2009.

Franken 2008

S.M. Franken, 'Tegenstrijdig belang in het voorontwerp voor een one-tier board', *O&F* 2008/3, p. 26 e.v.

FRC 2009a

Financial Reporting Council, *Review of the effectiveness of the Combined Code. Progress Report and Second Consultation*, juli 2009.

FRC 2009b

Financial Reporting Council, *Review of the effectiveness of the Combined Code. Summary of the main points raised at meetings with the chairmen of FTSE companies*, juli 2009.

FSA Handbook

Op: www.fsahandbook.info.

DEEL II

Van Ginneken 2003

M.J. van Ginneken, 'De Sarbanes-Oxley Act of 2002, het Amerikaanse antwoord op Enron (I)', *Ondernemingsrecht* 2003/3, p. 63 e.v.

Van Ginneken 2004

M.J. van Ginneken, 'De 'Sarbanes-Oxley Act of 2002': het Amerikaanse antwoord op Enron (I) en (II)', *Ondernemingsrecht* 2004/5, p. 150 e.v.

Van Ginneken 2006

M.J. van Ginneken, 'Civielrechtelijke aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving', in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 151 e.v.

Glasz 1986a

J.R. Glasz, *De commissaris. Aanbevolen Gedragsregels*, Deventer: Kluwer 1986.

Glasz 1986b

J.R. Glasz, 'Aansprakelijkheid van directeurs en commissarissen vanuit het vennootschapsrecht bezien', *TVVS* 1986, p. 82 e.v.

Glasz 2007

J.R. Glasz e.a., *Praktijkboek Commissarissen*, Deventer: Kluwer 2007.

GovernanceMetrics 2009

GovernanceMetrics International/Marsh, *The importance of ERM during economic upheaval*, 2009.

De Groot 2008

J. de Groot, 'Accounting for risks: De risicoparagraaf in het jaarverslag', *Management Executive* maart/april 2008, p. 50 e.v.

De Groot/Koolstra 2006

J. de Groot & B. Koolstra, 'De 'in control' good practice van de Commissie Frijns lost slechts een deel van de puzzel op', *MAB* juli/augustus 2006, p. 392 e.v.

Heidema 2007

S.N. Heidema, 'In control met het oog op waardecreatie', *O&F* 2007/75, p. 51 e.v.

Hellriegel/Slocum 1993

D. Hellriegel & J.W. Slocum, Jr., *Management*, Addison-Wesley Publishing Company 1993.

Hubbard 2009

D.W. Hubbard, *The failure of risk management. Why it is broken and how to fix it*, John Wiley & Sons Inc. 2009.

Huizink 2009

J.B. Huizink, 'Bestuurdersaansprakelijkheid, een pot nat?', *O&F* 2009(17)1, p. 100 e.v.

Huizink 2005

J.B. Huizink, *Groene Kluwer Rechtspersonen*, Aantekeningen bij art. 2:9 BW, mei 2005.

IFF 2008

Institute of International Finance, *Final report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations Financial Service Industry Response to the Market Turmoil of 2007-2008*, juli 2008.

Van den Ingh 2005

F.J.P. van den Ingh, 'Collegiaal bestuurlijk toezicht', *TvOB* 2005-4, p. 115 e.v.

Jennen/Biemonnd 2009

B.C.G. Jennen & H.J.Th. Biemonnd, 'Het interne fraudeonderzoek, Enkele juridische overwegingen', *TOP* 2009/2, p. 57 e.v.

De Jong 2005a

E. de Jong, 'Interne controle: the next banana skin?', *Ondernemingsrecht* 2005/14, p. 463.

De Jong 2005b

E. de Jong, 'Paragraaf 404 Sarbanes Oxley Act: Comply or Complain', *Ondernemingsrecht* 2005, 72.

Jongejan 2008

R.B. Jongejan, *How safe is safe enough? The government's response to industrial and flood risks* (diss.), 2008.

DEEL II

Kaplan/Norton 2008

R.S. Kaplan & D.P. Norton, *The execution premium: linking strategy to operations for competitive advantage*, Harvard Business School Publishing 2008.

Keay 2009

A. Keay, *Directors' Duties*, Jordans 2009.

Klaver 2008

K. Klaver, 'Op weg naar een cultuur van verantwoordelijkheid – deel 1', *TvCo* 2008/2, p. 55 e.v.

Koppert-van Beek 2009

M.S. Koppert-Van Beek, 'Het wetsvoorstel Bestuur en Toezicht in naamloze en besloten vennootschappen', *Juridisch up to date* 2009/2, p. 21 e.v.

Kroeze 2006a

M.J. Kroeze, 'Bange Bestuurders oratie', *Ondernemingsrecht* 2006, 3.

Kroeze 2006b

M.J. Kroeze, 'Collectieve schadevergoedingsacties van aandeelhouders', in: *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer: Kluwer 2007, p. 75 e.v.

Kroeze 2008

M.J. Kroeze, 'Ondernemingsrecht en politiek: De SER als wegbereider', *NJB* 2008/13, p. 774 e.v.

Kroeze/Timmerman/Wezeman 2007

M.J. Kroeze, L. Timmerman & J.B. Wezeman, *De kern van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2007.

Lapido/Nestor 2009

D. Lapido & S. Nestor, *Bank Boards and the Financial Crisis, A corporate governance study of the 25 largest European banks*, mei 2009.

Larosière c.s. 2009

EU High-Level Group, *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, chaired by Jacques de Larosière, 25 februari 2009.

Law Commission 1999

The Law Commission/The Scottish Law Commission, *Company Directors: Regulating Conflicts of Interest and Formulating a Statement of Duties*, 1999.

Lee/Sarneel 2008

J.A. Lee & S. Sarneel, 'De waarde van compliance risk management voor een financiële onderneming', *TvCo* 2008/4, p. 150 e.v.

Leeson 2008

N. Leeson, 'Let me tell you about losing billions – by the original rogue trader', *Daily Mail*, 25 januari 2008.

Lipton 2009

Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *The welcome reaffirmation of the business judgment protection* (www.blogs.law.harvard.edu/).

Loader 2002

D. Loader, *Controls, procedures and risk*, Butterworth-Heinemann Finance 2002.

Louwman 1994

J.H.G. Louwman & H.B.A. Steens, *Risicomanagement. Een beheersingsmodel*, Kluwer Bedrijfswetenschappen Controlling in de praktijk; 7, 1994.

Luhman 1991

N. Luhman, *Risk. A Sociological Theory*, Transaction Publishers 2002.

Van Manen/De Groot 2009

J. van Manen & J. de Groot, 'Business Risk Reporting', in: *The Handbook of International Corporate Governance*, 2009, p. 97 e.v.

Van Manen/Jansman 2007

J.A. van Manen & A.J.E. Jansman, 'Gewijzigde rollen van commissarissen en bestuurders', in: *Handboek Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2007, p. 65 e.v.

Marchetti 2005

A.M. Marchetti, *Beyond Sarbanes-Oxley Compliance. Effective Enterprise Risk Management*, John Wiley & Sons 2005.

Mathias/Neumeier/Burgdoerfer 2000

J.H. Mathias, M.M. Neumeier & J.J. Burgdoerfer, *Directors and officers liability: prevention, insurance, and indemnification*, Law Journal Press 2000.

Mintzberg 1990

H. Mintzberg, 'The Manager's Job: Folklore and Fact', *Harvard Business Review*, mrt.-apr. 1990, p. 16 e.v.

Mohr 2008

A.L. Mohr, 'Delaware revisited; een mini-enquête', *Ondernemingsrecht* 2008-9, p. 355 e.v.

Monahan 2008

G. Monahan, *Enterprise Risk Management. A Methodology for Achieving Strategic Objectives*, John Wiley & Sons, Inc. 2008.

De Monchy/Legein 2009

C.W. de Monchy & M.H. Legein (eindred.), *Corporate Governance in Nederland*, Boom 2009.

Monitoring Commissie Corporate Governance 2005

Monitoring Commissie Corporate Governance, *Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code*, december 2005.

Monitoring Commissie Corporate Governance 2008

Monitoring Commissie Corporate Governance, *Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code*, juni 2008.

Mussche 2008

M. Mussche, 'Gerechtigd vertrouwen is geen onbehoorlijk bestuur. Het Vertrouwensbeginsel', *AA* 20080790, p. 790 e.v.

Nadeau 2003

R.L. Nadeau, *Wealth of Nature How mainstream economics has failed the environment*, 2003.

Nederlandse Corporate Governance Code

Commissie Corporate Governance, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, 2008.

Nestor 2009

Nestor Advisors, *Governance in Crisis: A Comparative Case Study of Six US Investment Banks*, april 2009.

NIVRA 2007

NIVRA Taskforce on Internal Control, *Discussion Paper Risk management and internal control systems*, 5 oktober 2007.

NIVRA 2008

NIVRA, G.M.H. Mertens & I.H.C. Bijl, *Inzicht in onzekerheid. Onderzoek naar de risicoparagrafen in de jaarverslagen 2007 van beursfondsen*, juni 2008.

Nowak 2008

R.G.J. Nowak, 'Tegenstrijdig belang in het wetsvoorstel Bestuur en toezicht', *Ondernemingsrecht* 2008-16, p. 590 e.v.

OECD 2009a

OECD Steering Group on Corporate Governance, G. Kirkpatrick, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, 11 februari 2009.

OECD 2009b

OECD *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, juni 2009.

Olden 2007

P.D. Olden, 'Annotatie bij Holding Nutsbedrijf Westland (HR 2 maart 2007)', *JOR* 2007/137.

Olden/Assink 2005

B.F. Assink & P.D. Olden, 'Over bestuurdersaansprakelijkheid – De reikwijdte van de maatstaf 'ernstig verwijt', vrijtekening en vrijwaring nader bezien', *Ondernemingsrecht* 2005/3, p. 9 e.v.

Oostwouder 2009

W.J. Oostwouder, 'Naar herstel van vertrouwen?', *O&F* 2009(17)2, p. 5 e.v.

Parijs 2003

S. Parijs, 'De grenzen van aansprakelijkheid van bestuurders in Nederland en de Verenigde Staten', *L.T.*, Deventer: Kluwer 2003, p. 229 e.v.

Pileggi 2009

Francis G.X. Pileggi, *Chancery Court updates Chancery Court dismisses shareholder claims against Citigroup for failure to monitor subprime risks but allows waste claim for ceo pay*, 19 februari 2009 (www.delawarelitigation.com).

Ramos 2006

M. Ramos, *How to comply with Sarbanes-Oxley Section 404. Assessing the Effectiveness of Internal Control*, John Wiley & Sons, Inc. 2006.

Rapp 2009

D. Rapp, *Bubbles, Booms, and Busts. The Rise and Fall of Financial Assets*, Copernicus Books 2009.

Reilly 2007

K. Reilly, *AMR Research Finds Spending on Sarbanes-Oxley Compliance Will Remain Steady at \$6.0B in 2007*, 22 februari 2007 (www.amrresearch.com).

Rengers 2003

M. Rengers, 'Hoe Aegons vliegwielen een valkuil werd', *De Volkskrant*, 12 juli 2003.

Ribstein 2009

L. Ribstein, *Citigroup AIG and the unincorporations*, 27 februari 2009 (www.busmovie.typepad.com).

RiskMetrics 2008

RiskMetrics Group, *The subprime meltdown heads to court*, april 2008.

RIVM 2003

RIVM, *Nuchter omgaan met risico's*, 2003.

Rosenberg 2009

D. Rosenberg, *Supplying the Adverb: The Future of Corporate Risk-Taking and the Business Judgment Rule*, 2009 (www.sssr.com).

Sale 2008

H.A. Sale, 'Good Faith's Procedure and Substance, In Re Caremark International Inc., Derivative Litigation', *University of Iowa Legal Studies Research Paper*, no. 08-20, mei 2008.

Sampers 2005

P. Sampers, 'Het 'in control statement' Eerste aanzet tot bestuursverklaring inzake interne beheersing voor Nederlandse beursfondsen', *MAB* juli/augustus 2005, p. 361 e.v.

Van Schilfgaarde 1986

P. van Schilfgaarde, *Misbruik van rechtspersonen Commentaar op de tweede en de derde misbruikwet*, 1986.

Schultz van Haegen 2003

M. Schultz van Haegen, *Cleveringalezing*, 27 november 2003 (www.verkeerenwaterstaat.nl).

Schwing/Albers 1980

R.C. Schwing & W.A. Albers, Jr. (red.), *Societal Risk Assessment. How Safe is Safe Enough?*, Plenum Press 1980.

Seinstra 2008

M.M. Seinstra, 'Het dualistische en het monistische bestuursmodel: een vergelijking', *O&F* 2008/4, p. 57 e.v.

Senior Supervisors Group 2008

Senior Supervisors Group, *Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence*, 6 maart 2008.

SER-advies 2008

Sociaal-Economische Raad, *Advies Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, 15 februari 2008.

De Serière 2009a

V.P.G. de Serière, 'Een korte beschouwing over het rapport d.d. 25 februari 2009 van The High-Level Group on Financial Supervision in the EU', *Ondernemingsrecht* 2009, 56.

De Serière 2009b

V.P.G. de Serière, "Naar herstel van vertrouwen", het rapport van de Adviescommissie Toekomst Banken', *Ondernemingsrecht* 2009, 83.

Simons 1995

R. Simons, *Levers of Control, How managers use innovative Control Systems to Drive Strategic Renewal*, Harvard Business School Press 1995.

DEEL II

Slovic 2000

P. Slovic e.a., *The Perception of Risk*, Earthscan 2000.

Smit 2009

R. Smit, 'Ernst & Young wil voor risico's tekenen', *Het Financieele Dagblad*, 11 mei 2009.

Van der Staay 2008

J.W. van der Staay e.a., 'Investigations in the Netherlands', in: P. Lomas & D.J. Kramer, *Corporate Internal Investigations. An international Guide*, Oxford University Press 2008.

Stanovich/West 2000

K.E. Stanovich & R.F. West, 'Individual differences in reasoning: Implications for the rationality debate?', *Behavioral and Brain Sciences* 2000, no. 23, p. 645 e.v.

Steffens 2007

D. Steffens, *Onrechtmatige daad vordering en aansprakelijkheid van bestuurders. De samenloop van de onrechtmatige daadvordering met bijzondere wettelijke aansprakelijkheidsgronden en de actio Pauliana* (diss.), Celcius juridische uitgeverij 2007.

Strik 2005

D.A.M.H.W. Strik, 'Aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving in het licht van de Transparantierichtlijn', *Ondernemingsrecht* 2005/5, p. 146 e.v.

Strik 2007a

D.A.M.H.W. Strik, 'Aansprakelijkheid van bestuurders op grond van art. 2:139 en 150 BW', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Deventer: Kluwer 2007, p. 173 e.v.

Strik 2007b

D.A.M.H.W. Strik, 'De 'in control'-statement en aansprakelijkheid van bestuurders', *TOP* 2007/8, p. 330 e.v.

Strik 2009

D.A.M.H.W. Strik, 'De ondertekening van de 'in control'-verklaring en financiële verslaggeving naar Nederlands en Amerikaans recht', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Deventer: Kluwer 2009, p. 129 e.v.

Stultz 2008

R. Stultz, 'Risk management failures: What are they and when do they happen?', *Fisher College of Business Working Paper Series*, oktober 2008.

Stulz 2009

R.M. Stulz, 'Six Ways Companies Mismanage Risk', *Harvard Business Review*, maart 2009, p. 1 e.v.

Taleb 2007

N. Taleb, *The black swan: the impact of the highly improbable*, Random House 2007.

Timmerman 1998

L. Timmerman, 'De concretisering van vage normen in het ondernemingsrecht', in: *Van vennootschappelijk belang*, Tjeenk Willink 1988, p. 337 e.v.

Timmerman 2006a

L. Timmerman, 'Een pleidooi voor een kloof tussen enquêterecht en bestuurdersaansprakelijkheid', in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 531 e.v.

Timmerman 2006b

L. Timmerman, 'Impliceert beperkte toetsing door de rechter ook beperkte verantwoordelijkheid?', *Ondernemingsrecht* 2006-9, p. 334 e.v.

Timmerman 2009

L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht (oratie)', *Ondernemingsrecht* 2009-1, p. 4 e.v.

Turnbull guidance 2005

Financial Reporting Council, *Internal Control – Revised Guidance for Directors on the Combined Code*, October 2005.

Turner 2009

Lord Turner, *The Turner Review A regulatory response to the global banking crisis*, maart 2009.

De Valk 2009

S.N. de Valk, *Aansprakelijkheid van leidinggevendenden naar privaatrechtelijke, strafrechtelijke en bestuursrechtelijke maatstaven* (diss.), 2009.

DEEL II

Volkers 1998

J. Volkers, 'Spelers willen wel gokje wagen met WK-premie', *De Volkskrant*, 2 mei 1998.

Volkskrant 2001

'STE waarschuwt klanten voor beleggen op krediet', *De Volkskrant*, 15 december 2001.

Wakkie 2009

P.N. Wakkie, 'Intern Onderzoek bij de beursvennootschap', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Deventer: Kluwer 2009, p. 117 e.v.

Walker Review 2009

D. Walker, *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, 16 juli 2009.

Wezeman 2003

J.B. Wezeman, 'Annotatie bij Schwandt/Berghuizer Papierfabriek (HR 29 november 2002)', *Ondernemingsrecht* 2003-6, p. 231 e.v.

Wezeman 2007

J.B. Wezeman, 'Annotatie bij Holding Nutsbedrijf Westland (HR 2 maart 2007)', *Ondernemingsrecht* 2007/5, p. 217 e.v.

Wezeman 2008

J.B. Wezeman, 'One-tier of two-tier?', *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht* 2008/6, p. 127.

Wezeman 2009

J.B. Wezeman, 'Uitvoerende bestuurders en niet uitvoerende bestuurders van naamloze en besloten vennootschappen', *AA* 20090110, p. 110 e.v.

Wiarda 1999

G.J. Wiarda, *3 typen van rechtsvinding*, Tjeenk Willink 1999.

Van Wijk 2009

J.W.H. van Wijk, 'Boekbespreking', *Ondernemingsrecht* 2009, 65.

Wildavsky 1985

A. Wildavsky, 'Trial without error. Anticipation vs Resilience as Strategies for Risk Reduction', *CIS Occasional Papers no. 13*, 1985.

Wouters 2009

J.C.J. Wouters, 'Het Ceteco-vonnis van de Rechtbank Utrecht van 12 december 2007', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Deventer: Kluwer 2009, p. 179 e.v.

Lijst van aangehaalde jurisprudentie

Nederlandse uitspraken

Hoge Raad

HR 11 september 2009, *LJN* BH4033 (*ComSystems/Van den End q.q.*)
HR 26 juni 2009, *RvdW* 2009, 797 (*Eurocommerce*)
HR 5 juni 2009, *JOR* 2009/200 (*St. Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon*)
HR 5 juni 2009, *JOR* 2009/199 (*Dexia/De Treek*)
HR 20 juni 2008, *JOR* 2008/260 (*NOM/Willemsen*)
HR 30 mei 2008, *JOR* 2008/209 (*TMF*)
HR 30 november 2007, *JOR* 2008/29 (*Blue Tomato*)
HR 14 september 2007, *JOR* 2007/238 (*Versatel*)
HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178 (*ABN Amro*)
HR 16 maart 2007, *NJ* 2007, 164 (*Ontvanger/R.*)
HR 2 maart 2007, *NJ* 2007, 240 (*Holding Nutsbedrijf Westland*)
HR 8 december 2006, *NJ* 2006, 659 (*Ontvanger/Roelofsen*)
HR 8 april 2005, *JOR* 2005/119 (*Laurus*)
HR 4 april 2003, *NJ* 2003, 538 (*Skipper Club Charter/Jaarsma*)
HR 29 november 2002, *NJ* 2003, 455 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*)
HR 4 oktober 2002, *JOL* 2002/521
HR 21 december 2001, *JOR* 2002/38 (*Sobi/Hurks*)
HR 8 juni 2001, *NJ* 2001, 454 (*Gilhuis q.q./bestuurders Panmo*)
HR 23 maart 2001, *RvdW* 2001/66 (*NTM/DAF Leyland*)
HR 31 mei 2000, *NJ* 2000, 55 (*Vie d'Or*)
HR 18 februari 2000, *NJ* 2000, 295 (*New Holland Belgium/Oosterhof*)
HR 11 juni 1999, *NJ* 1999, 586 (*Van Dooren q.q./H.*)
HR 10 december 1999, *NJ* 2000, 6 (*Moonen/Prickartz q.q.*)
HR 14 november 1997, *JOR* 1998/6 (*Henkel Nederland/JMG Promotie*)
HR 7 november 1997, *JOR* 1998/9 (*VEB/Philips*)
HR 4 juni 1997, *NJ* 1997, 671 (*Text Lite*)
HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360 (*Staleman/Van de Ven*)
HR 28 juni 1996, *JOR* 1996/85 (*Bodam Jachtservice*)
HR 7 juni 1996, *NJ* 1996, 695 (*Ontvanger/Van Zoolingen*)
HR 6 oktober 1995, *NJ* 1996, 106 (*Baas/Hanfords*)
HR 13 januari 1995, *NJ* 1995, 482 (*Sobi/Hurks*)
HR 2 december 1994, *NJ* 1996, 246 (*ABN AMRO/Co op AG*)
HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (*Ogem*)
HR 6 oktober 1989, *NJ* 1990, 286 (*Stimulan/Klaas*)
HR 3 februari 1967, *NJ* 1968, 32 (*Rampaul Malhotra/Ind. Handelscomb. Holland*)
HR 18 april 1952, *NJ* 1952, 573 (*Kortholt/Reitsma*)

LIJST VAN AANGEHAALDE JURISPRUDENTIE

HR 11 december 1931, *NJ* 1932, 157-162 (*Aeilkema/Hooite Meursing*)
HR 25 november 1927, *NJ* 1928, 364 (*Mendes de Leon*)
HR 1 maart 1918, *NJ* 1918, 445, W 10 262 (*Pronk/Burgers*)

Conclusie A-G Timmerman 6 februari 2009, *LJN* BH2162 (*WOL*)

Gerechtshoven

Hof Amsterdam (OK) 6 augustus 2009, *LJN* BJ4688 (*ASMI*)
Hof Amsterdam (OK) 24 november 2008, *JOR* 2009/9 (*Fortis*)
Hof Arnhem 4 november 2008, *JOR* 2009/99 (*Blue Tomato*)
Hof Amsterdam (OK) 10 juni 2008, *JOR* 2008/229 (*ATR*)
Hof Amsterdam (OK) 20 juni 2007, *JOR* 2007/203 (*OKEOC Management/Cordial Beheer*)
Hof Amsterdam 3 mei 2007, *JOR* 2007/154 (*WOL*)
Hof 's-Gravenhage 26 april 2005, *JOR* 2005/171 (*Aarlander Metaal*)
Hof Amsterdam (OK) 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 (*Ahold*)
Hof 's-Gravenhage 29 juni 2004, *JOR* 2004/298 (*NTM/DAF Leyland*)
Hof Amsterdam (OK) 16 oktober 2003, *JOR* 2003/260 (*Laurus*)
Hof Amsterdam (OK) 21 februari 2003, *JOR* 2003/57 (*HBG*)
Hof Amsterdam (OK) 28 juni 2001, *JOR* 2001/148 (*De Vries Robbè*)
Hof Amsterdam 12 juli 2000, *JOR* 2001/175 (*Barbertje/Laane*)
Hof 's-Gravenhage 6 april 1999, *JOR* 1999/142 (*Verto*)
Hof 's-Gravenhage 15 oktober 1998, *TMA* 1999, p. 17 e.v. (*Maxalloys*)
Hof Amsterdam (OK) 9 juli 1998, *JOR* 1998/112 (*Vie d'Or*)
Hof Amsterdam (OK) 17 april 1997, *J&F* 1997/81 (*Bobel*)
Hof Amsterdam (OK), *NJ* 1997, 671 (*Text Lite*)
Hof Amsterdam (OK) 21 juni 1979, *NJ* 1980, 71 (*Batco Nederland*)

Rechtbanken

Rb. Rotterdam 25 maart 2009, *JIN* 2009/445 (*Seneca/Woonbron*)
Rb. Arnhem 25 maart 2009, *LJN* BH9036 (*Fresh Frozen Allround*)
Rb. 's-Gravenhage 29 oktober 2008, *JOR* 2009/26 (*Spencer Dunnewolt*)
Rb. Leeuwarden 17 september 2008, *LJN* BF2237 (*Aquadroom*)
Rb. Groningen 11 juni 2008, *JOR* 2008/194 (*Werwi*)
Rb. Rotterdam 23 april 2008, *JIN* 2008/415 (*Wilro*)
Rb. Middelburg 19 maart 2008, *JOR* 2009/47 (*Plastics Holding*)
Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/10 (*Ceteco*)
Rb. Rotterdam 12 september 2007, *NJF* 2007, 543 (*Moonlight Administratiekantoor*)
Rb. Arnhem 30 mei 2007, *JIN* 2007/436 (*Guarentee Insurance*)
Rb. Rotterdam 9 mei 2007, *JIN* 2007/321 (*Tamoi*)

Rb. Arnhem 19 april 2007, *LJN* BA5588 (*Action Uitzendbureau*)
 Rb. Amsterdam 21 maart 2007, *JOR* 2007/113 (*Terng q.q./Osborne*)
 Rb. Utrecht 3 januari 2007, *VN* 2007/11.21 (*Bisscheroux*)
 Rb. Arnhem 28 december 2005, *JOR* 2006/259 (*Commodore*)
 Rb. Rotterdam 21 maart 2002, *JOR* 2002/99
 Rb. Almelo 13 mei 1998, *VN* 1998/32.26
 Rb. Maastricht 22 augustus 1996, *JOR* 1997/2 (*Primosa*)
 Rb. Breda 1 mei 1990, *NJ* 1990, 740 (*Tilburgsche Hypotheekbank*)
 Rb. Groningen 10 november 1989, *M en R* 1996/16 (*De Staat/Aagrunol*)

Buitenlandse uitspraken

Verenigde Staten van Amerika

Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185
Chancellor Chandler, In *RE Citigroup Inc. Shareholder Deriv. Lit.* Civil
 Action No. 3338-CC d.d. 24 februari 2009 (Del. Ch.)
Stone v. Ritter, 911 A.2d (Del 2006)
Guttmann, 823, A.2d at 506
In re The Walt Disney Company Derivative Litigation, 907 A.2d 693 (Del.
 Ch. 2005)
Brehm v. Eisner (Del. 2000)
Caremark Int'l Inc. Derivative Litig., 698 A. 2d 959 (Del. Ch. 1996)

Verenigd Koninkrijk

Re Queens Moat Houses plc (No 2) [2004] EWHC 1730 (Ch); [2005] 1
 BCLC 136
ASIC v Rich [2003] NSWSC 85, (2003) 44 ACSR 682 (NSW S Ct)
DCT v Clark (2003) 45 ACSR 332
Re HIH Insurance Ltd (in prov liq), *ASIC v Adler* [2002] NSW S C 171,
 (2002) 41 ACSR 72, (2002) ACLC 576 NSWSC 171, (2002) 41 ACSR 72,
 (2002) 20 ACLC 576 at 372
Sheahan v Verco [2001] SASC 91
Cashflow Finance Pty Ltd v Westpac Banking Corp [1999] NSWSC 671
 (NSW S Ct)
Re Landhurst Leasing plc [1999] 1 BCLC 286
Banking Corp [1999] NSWSC 671 (NSW S Ct)
Re Barings plc [1998] BCC 583
Re Westmid Packing Services Ltd [1998] 2 BCLC 646, [1998] BCC 836
Dairy Containers Ltd v NZI Bank Ltd [1995] 2 NZLR 30
Daniels v Anderson (1995) 13 ACLC 614

