

DE AANGEPASTE CODE TABAKSBLAT

Voordracht voor het Symposium Eumedion

Rotterdam, 1 oktober 2008

Mr. J.H.M. Willems

Mijnheer de Voorzitter, Dames en Heren!

1. Inleiding

1.1 Het is een geruststellende gedachte te mogen spreken in het kader van de voorstellen tot wijziging en aanpassing van de *Corporate Governance* Code op een moment dat de consultatieronde en de gelegenheid op die voorstellen dus invloed uit te oefenen reeds is verstreken. Dat haalt voor mij de druk van de ketel.

1.2 Het verzoek om hier vandaag het woord te voeren formuleerde als onderwerpen de toepassing van de Nederlandse *corporate governance* code in de rechtspraak tussen 2003 en 2008, de vraag of de, als "*alternatief reguleringsmechanisme*" aangeduide code succesvol is gebleken dan wel tekortkomingen kent en hoe eventueel bestaande hiaten in een nieuwe code kunnen worden weggewerkt. Ik zal aan een aantal in die formulering besloten liggende onderwerpen aandacht besteden.

1.3 Alvorens dat te doen moge ik onder de aandacht brengen wat verleden week in FEM Business werd opgetekend uit de mond van Fritz Fröhlich, onder meer oud-*CFO* van Akzo Nobel N.V. "*Wat mij betreft*", zo zei hij, "*hoeft er voorlopig niet aan de code-Tabaksblat te worden gesleuteld. Hier en daar kan het misschien beter, maar wij moeten niet met elke wind meewaaien. Eerst maar eens aankijken hoe de code functioneert*".

1.4 Het is misschien vloeken in de kerk althans lijkt het in ieder geval weinig elegant tegenover de Monitoring Commissie, die zeer deugdelijk werk heeft verricht en bovendien heeft gedaan wat haar is gevraagd, als ik zeg dat deze opmerking mij aanspreekt. Tegenwoordig is er weinig ruimte voor rust en dat geldt ook de regelgeving. Bovendien blijkt steeds weer het door menigeen gewenste terugdringen van regelgeving een lastige opgave en overwint de neiging met steeds meer gedetailleerde regels te reageren op zich voordoende vragen en problemen. Ook de thans voorliggende versie van een aangepaste code is niet ontkomen aan een betrekkelijk omvangrijke uitbreiding.

1.5 Ik maak die opmerking omdat mijn aandacht werd getrokken door de opmerking in het rapport van de Commissie dat zij een toegenomen standaardisering in de uitleg van de Code Tabaksblat waarneemt en zij dit geen gewenste ontwikkeling vindt. Ik ben het daar graag mee eens, maar de vraag laat zich stellen of een zodanig gedrag niet een reactie is op de betrekkelijke gedetailleerdheid van de *principles* en *best practices*-bepalingen in verband met het geven van effect van de codebepalingen door het "*pas toe of leg uit*"-mechanisme. De vraag zou mijns inziens nog

eens onder ogen moeten worden gezien of de Code zich niet meer zou moeten beperken tot het formuleren van een aantal grote beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur en de toepassing op detailniveau meer zou moeten overlaten aan de individuele ondernemingen.

1.6 De door de Commissie in dit verband overigens nog gemaakte opmerking dat wanneer de vennootschap de relatief vaak voorkomende en gestandaardiseerde uitleg dat in plaats van de Code een eigen regeling wordt gehanteerd niet nader motiveert, naar de opvatting van de Commissie onvoldoende uitleg wordt gegeven, komt mij overigens juist voor. Ik moge er aan toevoegen dat daarmee ook geen genoegen behoeft te worden genomen, nu naar mijn overtuiging iedere belanghebbende en ook de AFM die uitleg in een jaarrekeningprocedure ter discussie kan stellen. Ik kom daarop hierna nog terug.

2. De ruimte voor zelfregulering

2.1 Samengevat zijn wanneer het gaat om een *corporate governance* code in ieder geval steeds drie thema's aan de orde. In de eerste plaats dient de vraag te worden beantwoord in hoeverre op het terrein van het ondernemingsbestuur ruimte is voor private zelfregulering in plaats van regelgeving van overheidswege, in de tweede plaats is de vraag aan de orde hoe binnen de gelaten ruimte die regelgeving eruit dient te zien en ten slotte rijst de vraag welke de geldingspotentie, *if any*, van de in eigen boezem geformuleerde regels is.

2.2 Aan de eerste vraag, die dus naar ruimte voor zelfregulering, besteedt de Commissie aandacht onder de nomenclatuur "*overlap*" tussen wetgeving en code. Strikt genomen zou aan de kant van de wetgeving overigens ook de rechtspraak moeten worden genoemd. Hetgeen de commissie omtrent wetgeving opmerkt geldt immers *mutatis mutandis* gelijkelijk voor rechtspraak.

2.3 Het door de Commissie gekozen uitgangspunt dat eventuele overlap tussen wetgeving en de Code niet noodzakelijkerwijze tot aanpassing van de Code behoeft te leiden is onmiskenbaar juist. Zij merkt ook terecht op dat indien de Code in strijd komt met de wet, de wet uiteraard prevaleert, alsmede dat een codebepaling kan overeenkomen met een wettelijk voorschrift, in welk geval uitlegruimte ontbreekt. Enigszins merkwaardig in dit verband is de toevoeging van de Commissie dat die uitlegruimte ontbreekt voor zowel de vennootschap als de aandeelhouder, merkwaardig omdat het toepassen of uitleggen dat en waarom de Code niet wordt toegepast een aangelegenheid is van - slechts - de vennootschap.

2.4 Evenzeer is juist de opvatting van de Commissie dat niet sprake is van strijd met de wet indien de Code verdergaande voorschriften bevat dan de wet of een nadere invulling geeft aan de

wet. Maar bij de uitwerking van die laatste gedachte loert het gevaar om de hoek dat miskend wordt dat verdergaande uitleg of nadere invulling betrokkenen bij de vennootschap tot meer blijkt te verplichten dan waartoe zij krachtens de wet zijn gehouden. In dat geval is het de vraag welke betekenis aan een codebepaling toekomt indien degene op wie de betreffende verplichting rust daarmee niet instemt. Het is niet uit te sluiten dat de Commissie zich dat gevaar niet helemaal heeft gerealiseerd. Zo wordt bijvoorbeeld in Principe IV.4 tweede alinea bepaald dat aandeelhouders bereid zijn een dialoog met de vennootschap aan te gaan indien zij de uitleg van de vennootschap ten aanzien van een afwijking van een *best practice* bepaling uit de Code niet aanvaarden. Denkbaar is dat een zodanige verplichting onder omstandigheden een concretisering is van de algemene gehoudenheid van ook aandeelhouders op grond van het beroemde artikel 2:8 BW zich te gedragen naar hetgeen redelijkheid en billijkheid van hen vorderen. Maar indien die verplichting niet op dat artikel kan worden gebaseerd, is het de vraag of de aandeelhouders die *best practice* bepaling niet naast zich neer kunnen leggen indien het opnemen van die bepaling in de Code niet hun instemming heeft. Hetzelfde geldt voor de bepaling dat een aandeelhouder weliswaar naar eigen inzicht kan stemmen maar zich een eigen oordeel dient te vormen over het stembeleid van een door hem ingeschakelde stemadviseur.

2.5 Het meest vergaande voorbeeld van de eerder genoemde "*nadere invulling*" is aan te treffen in de voorgestelde *best practice* bepaling IV.4.4 die, kort gezegd, voorschrijft dat in de eerste plaats een aandeelhouder het wettelijke agenderingsrecht slechts uitoefent nadat hij in overleg is getreden met het bestuur, dat in de tweede plaats agendering van strategiewijziging of van ontslag van bestuur onderscheidenlijk commissarissen eerst plaatsvindt nadat het bestuur op de daartoe strekkende voorstellen heeft gereageerd, dat aan het bestuur een termijn van maximaal 180 dagen wordt gegund voor die reactie en dat ten slotte dat een en ander ook geldt voor een verzoek tot rechterlijke machtiging voor het bijeenroepen van een algemene vergadering.

2.6 Deze voorstellen, waarvan de achtergrond geen twijfel laat en die in haar vormgeving geënt lijken te zijn op de rechtspraak inzake beschermingsmaatregelen, kunnen bezwaarlijk worden beschouwd als nadere invullingen van wettelijke regelingen en lijken daarmee zelfs op gespannen voet te staan. In de wet is immers bepaald dat ingeval van een verzoek tot rechterlijke machtiging een vergadering binnen zes weken dient plaats te vinden en dat een voorgesteld agendapunt moet worden geagendeerd indien de vennootschap het verzoek niet later dan op de zestigste dag voor de dag van de vergadering heeft ontvangen.

2.7 In de rechtsgeleerde literatuur die is verschenen over de zojuist genoemde voorstellen, is daaraan ook al aandacht besteed. Zo heeft Richard Nowak in de laatste aflevering van het tijdschrift *Ondernemingsrecht* onder meer geschreven dat voor de bepaling van de rechtens aanvaardbare beweegruimte van de aandeelhouder slechts geldt de ondergrens van het genoemde artikel 2:8 BW, hetgeen zijns inziens betekent dat de aandeelhouder de belangen van anderen niet

onevenredig mag schaden door zijn stemrecht of zijn andere rechten te misbruiken en dat hij zich aan de responstijd van het bestuur niets gelegen behoeft te laten liggen.

2.8 Die opvatting komt in essentie niet onjuist voor, zoals dat in juristenjargon voorzichtig heet. Ik meen dat zelfs nog verder dient te worden gegaan ter beantwoording van de vraag naar de ruimte voor private zelfregulering. Mij dunkt dat die ruimte er in beginsel alleen maar is, ook als het om voorstellen en bepalingen gaat die niet op gespannen voet staan met dwingend recht, indien alle betrokken groeperingen die voorstellen en bepalingen kunnen onderschrijven. Zelfregulering in het private domein kan alleen tot stand komen op basis van consensus. Als die er niet is en sprake is van tegengestelde belangen en opvattingen, ligt het niet voor de hand dat bij meerderheid bepalingen kunnen worden geformuleerd die nog op het prerogatief "*zelfregulering*" aanspraak kunnen maken. In dat geval zou besluitvorming die belangen afweegt en knopen doorhakt moeten plaatsvinden in *gremia* waaraan daartoe in het staatsbestel de bevoegdheid is gegeven. Zoals de Commissie ook heeft gedaan met betrekking tot gedachten over transparantie en meldingsplichten van aandeelhouders, ligt in dat geval voor de hand dat suggesties voor wetgeving worden gedaan.

2.9 Op de tegenwerping dat die opvatting private zelfregulering vrijwel onmogelijk maakt in met name het geval dat diffuse groepen, zoals aandeelhouders, daarbij partij zouden moeten zijn, zou mijn antwoord zijn dat het volstaat indien representatieve vertegenwoordigingen van die groepen aan het overleg deelnemen. Met toepassing van de gedachtegang die ook wordt ingeroepen als het gaat om het algemeen verbindend verklaren van collectieve arbeidsovereenkomsten of het laten doorwerken in individuele arbeidsovereenkomsten van de met instemming van de ondernemingsraad op de voet van artikel 27 van de Wet op de ondernemingsraden door de bestuurder getroffen regelingen op het gebied van de arbeid en arbeidsomstandigheden, zou de onwillige individuele aandeelhouder de private zelfregulering kunnen worden tegengeworpen op de grond dat anders handelen dan volgens de consensus van de genoemde representatieve vertegenwoordiging zou moeten plaatsvinden, zich niet verdraagt met hetgeen redelijkheid en billijkheid van die individuele aandeelhouder vorderen.

3. De juridische statuur van de code

3.1 Wat de vraag van de geldingspotentie van de private zelfregulering betreft heb ik vijf jaar geleden ter gelegenheid van een door het advocatenkantoor Nauta Dutilh georganiseerd symposium over de Code-Tabaksblat opgemerkt dat uiteindelijk onontkoombaar is dat op enige wijze nader wordt gedefinieerd op welke manier bij wijze van *ultimum remedium* een individuele belanghebbende of een groep van belanghebbenden of een instantie op gronden ontleend aan het algemeen belang, of dat nu het OM of de AFM of enig ander vanwege de overheid in het leven geroepen instituut is, zich moet kunnen wenden tot een - nader aan te wijzen - rechter, of dat nu de

Ondernemingskamer of de gewone civiele rechter is, die zowel discussies over de vraag of de vennootschap voldoet aan haar "*uitlegverplichting*" ingevolge de eerste aanbeveling van de Commissie Tabaksblat voor wetgeving als over de vraag of in enig geval de zichzelf opgelegde regels in concrete gevallen worden nageleefd, bindend kan beslechten. Ik heb daar toen aan toegevoegd dat als dat niet gebeurt, de Code Tabaksblat het gevaar loopt een reus op lemen voeten te worden. Gelukkig is zij dat niet geworden en evenmin zal dat het geval zijn voor haar rechtsopvolgster.

3.2 Dat de *corporate governance* code voor de verhoudingen in de vennootschap ook in het recht betekenis heeft, staat intussen immers wel vast, al was het maar omdat zij in zoverre wettelijke grondslag heeft gekregen doordat in artikel 2:391 lid 4 BW is bepaald dat de voorschriften betreffende de inhoud van het jaarverslag in het bijzonder betrekking kunnen hebben op een in een algemene maatregel van bestuur aan te wijzen gedragscode en de Nederlandse code als zodanig is aangewezen. Verder is inmiddels gebleken dat de bepalingen van de Code een rol kunnen spelen bij de beoordeling van het gedrag van de organen van de vennootschap in het kader van een enquêteprocedure. Dat is mooi maar daarmee is nog niet de vraag beantwoord wat dat uiteindelijk betekent. Op die vraag geeft een aantal beschikkingen van de Ondernemingskamer en Hoge Raad een - niet onbelangrijk - begin van een antwoord, zij het dat nog niet de door velen gewenste absolute zekerheid is verkregen.

3.3 Van al wat langer geleden is een passage in een beschikking van de Ondernemingskamer van 16 november 2005 inzake een kleine, niet beursgenoteerde familievennootschap, UMI Beheer B.V. geheten. Ik vraag nog eens uw aandacht ervoor dat gelding van regels van *corporate governance* niet is voorbehouden aan beursgenoteerde vennootschappen. Het citaat luidt aldus: "*Aan het bestuur van een vennootschap komt naar, ook reeds op 10 juli 2003 geldende, regels van corporate governance niet de bevoegdheid toe om haar gehele onderneming of al haar (substantiële) activa te vervreemden, waardoor aan de onderneming van de vennootschap in feite een einde komt, zonder de voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders*".

3.4 Vastgesteld moet aldus worden dat de notie van *corporate governance* zich al in de rechtspraak had genesteld vóór het in werking treden op 9 december 2003 van de Nederlandse *corporate governance* code.

3.5 Een voorbeeld waarin de regels van *corporate governance* zoals die in de Code zijn terug te vinden rechtstreeks ten grondslag zijn gelegd aan een beslissing tot ingrijpen in de gang van zaken van een niet beursgenoteerde vennootschap betreft een joint venture tussen een groep Noorse en een Duitse muntenhandelaar. In de zaak van Samlerhuset B.V. oordeelde de Ondernemingskamer dat het laten voortduren van de als tijdelijk bedoelde waarneming door de raad van commissarissen van het bestuur niet door de beugel kan. Zij overwoog in die zaak: "*De (...) enige*

statutair bestuurder van de vennootschap (...) heeft als zodanig ontslag genomen, met gevolg dat de raad van commissarissen zich ingevolge artikel 11 lid 5 van de statuten van de vennootschap belast wist met de bestuurstaak. Vanwege de verschillen van inzicht is de algemene vergadering van aandeelhouders er niet in geslaagd (een) nieuwe statutair bestuurder(s) te benoemen, waardoor op dit punt een patstelling is ontstaan, welke in zoverre is doorbroken dat de raad van commissarissen (...) het besluit heeft genomen dat (...) de tijdelijke bestuurstaak van de raad van commissarissen werd gedelegeerd aan de leden van het management van de vennootschap (...). De Ondernemingskamer acht het noodzakelijk dat deze situatie, die als tijdelijk is bedoeld maar thans reeds langer dan een half jaar bestaat en die vanwege de accumulatie van bestuurstaken en toezichtstaken en dooreenlopen van verantwoordelijkheden uit een oogpunt van corporate governance bepaald onwenselijk is te achten, zeker niet in het belang van de vennootschap is en tot complicaties en onduidelijkheden in de relatie van de vennootschap met derden aanleiding kan geven, wordt doorbroken".

3.6 Na een voorzichtig begin komt de Ondernemingskamer er dus sinds 2005 rond voor uit dat zij de *corporate governance* code beschouwt als bron van recht en als zodanig bindend.

3.7 Het is wellicht voor u wat onverwacht maar ik noem ook nog de Wet op de ondernemingsraden. Ondernemingsraden hebben er in koor over geklaagd dat aan hun positie geen aandacht is besteed. Dat moge wellicht zo zijn, dat neemt niet weg dat zij bijvoorbeeld in verband hun procesbevoegdheid in samenhang met het aan hen toekomende adviesrecht inzake belangrijke ondernemingsbeslissingen het standpunt ter toetsing kunnen voorleggen of de ondernemer is uitgegaan van in acht te nemen beginselen van *corporate governance* zoals die in de Code zijn neergelegd. Niet uit te sluiten valt dat de besluitvorming wegens strijd daarmee aangetast zou kunnen worden. Overigens roeren ondernemingsraden zich tegenwoordig ook danig in de discussie omtrent verantwoord ondernemingsbestuur door het recht van enquête te bedingen. Zo heeft nog niet zo lang geleden de ondernemingsraad van Smit Transformatoren B.V. te Nijmegen met succes geageerd tegen de (indirecte) aandeelhouder die tevens de raad van commissarissen domineerde om redenen dat deze, overigens buitenlandse, aandeelhouder in strijd met de Nederlandse opvattingen omtrent *corporate governance* van, heel kort gezegd, de strekking dat de aandeelhouder niet de baas is, zich te zeer nestelde op de stoel van de bestuurder. Intussen doen vakverenigingen dat steeds meer - of weer opnieuw moet ik misschien zeggen - met behulp van het enquêterecht. De procedures inzake Stork N.V., ABN AMRO Bank N.V. en vooral PCM B.V. zijn daarvan recente voorbeelden.

3.8 Rechtstreekser en naar het lijkt ten minste zo dwingend wordt de vrijblijvendheid van de Code ingeperkt door de invoering van de reeds genoemde wettelijke bepaling dat de vennootschap in het jaarverslag mededeling moet doen over de naleving van de principes en *best practice* bepalingen van de aangewezen gedragscode die zijn gericht tot het bestuur of de raad van

commissarissen van de vennootschap. De vraag is overigens of deze regeling wel voldoende is doordacht. Zij is in deze vorm mede ingevoerd in samenhang met de invoering van wat is gaan heten - overigens niet geheel correct in mijn ogen - het toezicht op de jaarverslaggeving van beursgenoteerde vennootschappen door de AFM. Het leek een gemakkelijke weg voor de wetgever, die moest reageren op de kritiek dat zelfregulering te vrijblijvend is, om het vraagstuk van wat heet "*de verankering van de code*" op te lossen. Ik laat in het midden of deze wijze van verankering in het algemeen gelukkig kan worden genoemd. De gekozen oplossing brengt in ieder geval rechtstreeks met zich dat iedereen zich in een juridisch debat met de code kan gaan bemoeien en de tussenkomst van de rechter kan inroepen. Iedere belanghebbende immers, die van oordeel is dat het hoofdstuk inzake *corporate governance* in het jaarverslag niet voldoet aan het bij de wet gestelde voorschrift kan in rechte vorderen dat het jaarverslag zodanig wordt ingericht dat het daaraan wel voldoet. En gelet op de vaste rechtspraak inzake het jaarrekeningrecht betekent dat, dat iedereen die de moeite neemt één aandeeltje te verwerven, zich in de vorm van het entameren van een ingewikkelde en mogelijk kostbare procedure kan gaan bemoeien met de *corporate governance* van de vennootschap. De Commissie maakt in dit verband nog de opmerking dat de AFM in het kader van haar toezichtstaak met betrekking tot de *corporate governance*-paragraaf in de jaarrekening wel een aanwezigheidsstoets en een consistentietoets mag aanleggen, maar dat zij niet bevoegd is te toetsen of de *corporate governance*-verklaring inhoudelijk juist is. Die toets is voorbehouden aan de aandeelhouders. Hoewel deze opmerking niet onjuist voorkomt behoeft zij mijns inziens in die zien nuancering dat de AFM, zoals iedere andere partij in de jaarrekeningprocedure, aan de orde kan stellen dat de vennootschap er in feite een ander *corporate governance*-beleid op na houdt dan zij in het jaarverslag laat weten te doen. In zoverre geeft het jaarverslag dan een onjuist beeld en is een bevel tot correctie op zijn plaats. Het lijkt haast onvermijdelijk dat onder de vlag van een discussie daarover een inhoudelijk debat over de wijze waarop de vennootschap met de Code omgaat onvermijdelijk is.

3.9 Het is bekend, de Hoge Raad heeft, anders dan de Ondernemingskamer, in de ABN AMRO-beschikking geoordeeld dat de - wat ik nu maar even noem - Stork-doctrine dat het bestuur bestuurt, de commissarissen toezicht houden en de aandeelhouders dezen verantwoording laten afleggen en desgewenst kunnen heenzenden, ook geldt in een overnamesituatie waarin zich een groep bieders heeft aangediend die is geïnteresseerd in de vennootschap met inbegrip van een belangrijk bedrijfsonderdeel dat het bestuur heeft verkocht of wil verkopen. Zonder wettelijke of statutaire grondslag kan wat die verkoop betreft ook in die situatie volgens de Hoge Raad niet worden gesproken van een goedkeuringsrecht van de algemene vergadering van aandeelhouders of van een verplichting van het bestuur die vergadering voorafgaand aan de transactie te consulteren. "*Voor een oordeel in andere zin*" zo overwoog de Hoge Raad "*is onvoldoende steun te vinden in de wet en in de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging, zoals deze onder meer tot uiting komt in de Nederlandse corporate governance code, in het bijzonder de principes II en IV, welke rechtsovertuiging mede inhoudt geeft aan (i) de eisen van redelijkheid en billijkheid naar welke*

volgens artikel 2:8 BW degenen die krachtens de wet of de statuten bij de vennootschap zijn betrokken zich jegens elkaar moeten gedragen, en aan (ii) de eisen die voortvloeien uit een behoorlijke taakvervulling waartoe elke bestuurder ingevolge artikel 2:9 gehouden is".

3.10 In een van de Versatel-beschikkingen heeft de Hoge Raad daarentegen, in ieder geval tot verrassing van een aantal schrijvers en tot openlijke afschuw van de Nijmeegse hoogleraar Maeijer in zijn commentaar op die beschikking, onder meer overwogen dat de Ondernemingskamer bij wijze van onmiddellijke voorziening een commissaris mag aanstellen "*met bijzondere, van bepalingen van dwingend recht afwijkende bevoegdheden, ook als dit betekent dat de algemene vergadering van aandeelhouders en de andere commissarissen daardoor in zoverre tijdelijk buiten spel komen staan*". Van belang is dat de Hoge Raad met die beslissing met zoveel woorden het beroep op de *corporate governance* code honoreert. Hij overweegt immers: "*De ondernemingskamer heeft in (...) haar beschikking het belang van principe III.6 van de code-Tabaksblad onderstreept juist voor een situatie als die waarin Versatel zich bevond en waarbij ook de belangen van een minderheid van aandeelhouders aan de orde waren. (...) (K)laarblijkelijk achtte de ondernemingskamer het niet uitgesloten dat Versatel zich ten opzichte van de minderheidsaandeelhouders onvoldoende aan de code-Tabaksblad gelegen zou laten liggen*". U weet dat in die zaak de onafhankelijkheid van de commissarissen in relatie tot de voorgenomen driehoeksfusie waardoor de minderheidsaandeelhouders van Versatel uitgekocht konden gaan worden ter discussie werd gesteld, in verband waarmee het Versatel werd verboden af te wijken van de Code-Tabaksblad. Het Financieele Dagblad kopte in zijn artikel over die zaak dat de Ondernemingskamer de Code-Tabaksblad redde.

3.11 Uit de HBG-beschikking van de Hoge Raad viel al af te leiden dat regels van *corporate governance* bron van recht zouden kunnen zijn. Weliswaar heeft ook toen de Hoge Raad niet willen weten van een uit die regels af te leiden consultatieplicht, maar hij kwam tot dat oordeel na de inhoud van die regels te hebben onderzocht. Dat onderzoek zou niet op zijn plaats zijn geweest als die regels daartoe niet zouden hebben kunnen leiden. Eenzelfde opmerking kan worden gemaakt naar aanleiding van de ABN AMRO-beschikking van de Hoge Raad, maar wie ook toen nog mocht twifelen, kan dat na de Versatel-beschikkingen van de Hoge Raad in ieder geval niet meer.

3.12 De conclusie moge duidelijk zijn, de *corporate governance* code heeft in de rechtspraak sinds 2003 op diverse manieren ook in het recht vaste voet aan de grond gekregen en is daarmee niet vrijblijvende private zelfregulering, hoewel het nog wel enige studie vergt om vast te stellen welke dat nu wel precies is en wellicht de schijnbare tegenstelling tussen de ANB-AMRO-beslissing en de Versatel-beslissing wat het thema *corporate governance* betreft nadere uitleg vergt. Daartoe ontbreekt thans echter de tijd.

4. Een slotopmerking

4.1 Bij wijze van slotopmerking moge ik nog kort uw aandacht vragen voor een appendixachtig puntje uit het rapport van de Commissie dat mijn aandacht trok. De Commissie laat weten dat haar geluiden bereiken uit de praktijk dat de uitkoopprocedures na een geslaagd openbaar bod niet in alle opzichten optimaal functioneren, reden waarom zij belanghebbenden vraagt haar te laten weten of zij het wenselijk achten de wetgever aan te bevelen de uitkoopprocedure aan te passen.

4.2 Ik ben natuurlijk nieuwsgierig naar de inhoud van die geluiden. In het rapport van de Commissie wordt die nieuwsgierigheid niet bevredigd. Wat wel opvalt is dat de twijfel over de doeltreffendheid van de uitkoopprocedure wordt vermeld in samenhang met de implementatie van de Overnamerichtlijn. Als de twijfel daarop ziet lijkt zij voorbarig nu uitkoopprocedures ingevolge het op die richtlijn gebaseerde wettelijke stelsel nog maar net zijn begonnen en zich dus nog niet laat vaststellen of dat stelsel al of niet bezwaren oproept dan wel onder het bestaande regime opgekomen bezwaren wegneemt.

4.3 De Commissie brengt verder onder de aandacht dat de procedure zich niet zelden - ik voeg toe veelal - richt tegen aandeelhouders die er zich niet van bewust waren dat een openbaar bod is uitgebracht. Voor die gevallen geldt dat de uitkoopprocedure snel en goedkoop kan verlopen. Als dat in die gevallen anders is, ligt in het algemeen de oorzaak bij de vennootschap of haar advocaat.

4.4 In geval tussen de vennootschap en de achtergebleven aandeelhouder verschil van inzicht bestaat - en dat betreft vrijwel uitsluitend de prijs van de uit te kopen aandelen - kan een procedure inderdaad moeizaam en langdurig zijn. Maar los van de omstandigheid dat daaraan wel iets aan kan worden gedaan door de procedure te brengen onder het processuele regime van het verzoekschrift in plaats van dat van de dagvaarding, is nu eenmaal de door vennootschappen gewenste snelheid en spaarzaamheid niet goed te verenigen met het niet willen tegemoet komen aan de opvatting van de achtergebleven aandeelhouder dat hij met het door de vennootschap geboden bedrag geen billijke prijs ontvangt. Maar dat betreft de fundamentele vraag of een kleine minderheid tegen zijn zin kan worden gedwongen het af te leggen tegen de belangen van de vennootschap. Uitkoop is en blijft immers een vorm van onteigening, die de toets van het Eerste Protocol bij het Europese Verdrag moet kunnen doorstaan. Misschien vergis ik mij, maar ik proef in de suggestie van de Commissie iets van de gedachte dat de belangen van een kleine minderheid van aandeelhouders niet al te zwaar zouden moeten wegen. Dat is echter geen aangelegenheid van al of niet optimaal functioneren van een procedure en het gesignaleerde probleem is niet op te lossen met wijziging van de regels van het spel, dunkt mij.

Dank voor uw gewaardeerde aandacht!