

## **DE VIRTUELE AANDEELHOUDERSVERGADERING**



# **DE VIRTUELE AANDEELHOUDERSVERGADERING**

The virtual annual meeting of shareholders  
(with a summary in English)

PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor aan de Universiteit Utrecht op gezag van  
de Rector Magnificus, prof.dr. J.C. Stoof, ingevolge het besluit van het  
College voor Promoties in het openbaar te verdedigen op vrijdag 6 februari  
2009 des middags te 12.45 uur

door

Anatoli van der Krans  
geboren op 10 mei 1980  
te Delft

Promotor: Prof. mr. W.J. Oostwouder

Ontwerp omslag: Erna Ruijters

Van dit proefschrift is tevens een handelseditie verschenen in de serie  
Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 64,  
onder ISBN 978 90 13 06317 2

## Voorwoord

Toen ik in 2004 als universitair docent/onderzoeker bij het Molengraaff Instituut voor Privaatrecht te Utrecht in dienst trad, verkeerde ik in de comfortabele positie om zelf een proefschriftonderwerp te mogen kiezen. Ik wilde graag mijn proefschrift wijden aan een vennootschapsrechtelijk onderwerp dat actueel zou zijn of worden op het moment van promoveren. Daarnaast was mijn wens dat de onderzoeksresultaten toekomstwaarde zouden hebben en in de praktijk van nut zouden zijn. Voor het oplossen van dit luxeprobleem heb ik onder andere inspiratie gezocht in juridische tijdschriften en weblogs uit de Verenigde Staten. Dit land is immers reeds enkele decennia toonaangevend ten aanzien van een groot aantal vennootschapsrechtelijke onderwerpen. Een terugkerend thema in deze bronnen waren de rechten van aandeelhouders en de uitoefening daarvan. Dit, gecombineerd met technologische ontwikkelingen en het in voorjaar 2004 verschenen consultatiedocument over moderne communicatiemiddelen, bracht mij bij de virtuele aandeelhoudersvergadering. Met veel plezier heb ik me in dit onderwerp verdiept en naarmate het onderzoek vorderde ben ik oprecht geïnteresseerd geraakt in alles wat met de algemene vergadering van aandeelhouders samenhangt.

Nu, aan het einde van het promotietraject, hoop ik een aantal dingen. Ten eerste hoop ik dat dit boek de wetgever mede zal overtuigen van de wenselijkheid tot wettelijke facilitering van de virtuele aandeelhoudersvergadering. Ten tweede hoop ik een praktisch boek geschreven te hebben dat bij een wettelijke facilitering van de virtuele aandeelhoudersvergadering de praktijk ten dienste kan staan en een oplossing kan bieden bij opdoemende problemen. Ten minste hoop en verwacht ik met dit boek een stimulans gegeven te hebben in het denken over de virtuele aandeelhoudersvergadering en de toekomst van de besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering.

Bij het verschijnen van dit proefschrift rust op mij de aangename taak een woord van dank te richten tot hen, die hebben bijgedragen aan het plezier dat ik in de afgelopen jaren heb mogen beleven aan het schrijven ervan. Mijn promotor ben ik op dat punt veel dank verschuldigd. Wilco Oostwouder ben ik zeer erkentelijk voor de vrijheid die hij mij toevertrouwde en de deskundige wijze waarop hij mij richting doctoraat loodste. Zijn scherpzinnige opmerkingen, humor en integriteit waren voor mij van grote betekenis. Wilco, van harte bedankt voor de prettige samenwerking en vriendschap. Ik hoop beide in de toekomst voort te zetten.

## VOORWOORD

Loes Lennarts was een betrouwbare graadmeter voor juridische kwaliteit. Niet alleen heb ik het onderzoek door haar feedback naar een hoger niveau kunnen tillen, maar ook bleek zij onvermoeibaar in het zetten van de puntjes op mijn i's. De overige leden van de leescommissie, prof. mr. M.W. den Boogert, prof. mr. J.B. Huizink en prof. mr. D.F.M.M Zaman dank ik voor hun bereidheid om het manuscript voor dit boek te lezen en van commentaar te voorzien.

Christian van Dijk en Titia Kloos ben ik dankbaar voor het nalezen van het manuscript. Ik ben Peter Morris dankbaar voor het vertalen van het slothoofdstuk.

Het spreekt vanzelf dat de inspirerende omgeving waarin ik de afgelopen jaren werkzaam mocht zijn, een enthousiasmerend effect heeft gehad op mijn studie naar de mogelijkheden en consequenties van de virtuele aandeelhoudersvergadering. Dat het schrijven aan het proefschrift mij nooit zwaar is gevallen, moet onder meer worden toegeschreven aan mijn collega's. Zij fungeerden bovendien als vraagbaak en toetssteen. Met name Willem van Casteren†, de dames van de sectie Handelsrecht en de heren hoogleraren dank ik voor hun welwillendheid op dat punt. Ik ben blij dat ik Ingrid Koning, als vertegenwoordiger van mijn collega's, bereid heb gevonden mijn paranimf te zijn.

Naast personen uit de werksfeer wil ik ook woorden van dank richten aan personen uit de privésfeer. Reeds mijn hele leven geniet ik van de steun, de toewijding en het stimulerend enthousiasme van mijn ouders. Mede dankzij de warme familieband met Daniël, Edwin en Christianne heb ik me tot de persoon kunnen ontwikkelen die ik nu ben. Overige familieleden en vrienden wil ik eveneens danken voor alle belangstelling, begrip en vriendschap. Ik ben er trots op dat Jelle Elderkamp, als vertegenwoordiger van familie en vrienden, mijn paranimf wil zijn.

Tot slot Marianne en Eleonore. Marianne, jouw liefde betekent alles voor mij. Ik dank je voor veel meer dan ik hier aan dit papier wil toevertrouwen. Met de geboorte van Eleonore heeft ons leven een geheel nieuwe en waardevolle dimensie gekregen. Ik draag dit boek daarom op aan jullie. Met jullie is het leven zo veel mooier.

Anatoli van der Krans    Maarssen, 15 november 2008

Nihil Sine Deo

# Inhoudsopgave

Voorwoord	V
<b>Hoofdstuk 1. Inleiding</b>	
1.1 Inleiding	1
1.2 Basisprincipes	4
1.3 Moderne communicatiemiddelen	6
1.3.1 Elektronische volmacht	7
1.3.2 Videoconferentie	7
1.3.3 E-voting	9
1.3.4 De virtuele aandeelhoudersvergadering	10
1.4 Vraagstelling	14
1.5 Methode van onderzoek	16
<b>Hoofdstuk 2. Vennootschapsrechtelijke aspecten</b>	
2.1 Juridische macht van de AVA	19
2.2 Oproeping	22
2.3 Agendering	24
2.4 Plaats van vergaderen	25
2.4.1 Knelpunt	25
2.5 Afschriften en raadpleegbaarheid van documenten	27
2.6 Vergaderrecht	28
2.7 Stemrecht	29
2.7.1 Aanwezigheid stemrecht	30
2.7.2 Omvang van het stemrecht	31
2.7.3 Securities lending	34
2.8 Huidige mogelijkheden van stemmen op afstand	35
2.8.1 Volmacht	35
2.8.2 Elektronische volmacht	37
2.8.3 Communicatiekanaal Aandeelhouders	37
2.8.4 Stemmen via elektronische communicatiemiddelen	41
2.8.5 Evaluatie stemmen op afstand	43
2.9 Besluitvorming	44
2.9.1 Meerderheid van stemmen/quorum	44
2.9.2 Knelpunt	45
2.9.3 Wijze van stemming	46
2.9.4 Rol van de voorzitter	47
2.9.5 Raadgevende stem	50

## INHOUDSOPGAVE

2.10	VGM: schending van aandeelhoudersrechten?	51
2.11	Verslaglegging, inzagerecht en andere eisen aan schriftelijkheid	55
2.12	Aandeelhouderscommissie	57
2.13	Informatieverstrekking	59
<b>Hoofdstuk 3. Effectenrechtelijke aspecten</b>		
3.1	De markt voor financiële instrumenten	63
3.2	Aandelen aan toonder en op naam	64
3.3	Overdracht van aandelen	66
3.4	Leveringsmoment nader bekeken	68
3.5	Deponering van aandelen	70
3.6	De registratiedatum	71
3.6.1	Registratiedatum bij het Communicatiekanaal	72
3.7	Evaluatie deponering en registratiedatum	73
3.8	Bepaling van de stemgerechtigdheid op basis van de Wge	75
3.9	Alternatieve mogelijkheden tot identificatie van aandeelhouders	77
3.9.1	Direct holding systeem	77
3.9.2	Standaardisatie en centralisatie	78
3.10	Resumé effectenrechtelijke aspecten	81
<b>Hoofdstuk 4. Grensoverschrijdende aspecten</b>		
4.1	Grensoverschrijdend aandeelhouden	83
4.1.1	Wie moet worden aangewezen als stemgerechtigde?	84
4.1.2	Oplossingsrichting Expertgroup on Cross Border Voting in Europe	88
4.1.3	Reactie Europese Commissie	89
4.1.4	Oplossingsrichting Haagse Verdrag	90
4.1.5	Reactie Europese Commissie	91
4.1.6	Resumé	92
4.2	Toepasselijk recht	93
4.2.1	De door het incorporatierecht beheerste onderwerpen	93
4.2.2	Het op de VGM toepasselijk recht	95
<b>Hoofdstuk 5. Rechtstechnologische aspecten</b>		
5.1	Enkele rechtstechnologische aspecten	97
5.1.1	Wederzijdse instemming	97
5.1.2	Risico's van elektronisch communiceren	99
5.1.3	Twee gevaren uitgelicht: computervredebreuk en het verbreken van de internetverbinding	100
5.1.4	Risicoverdeling	102
5.1.5	Consequenties van de verwezenlijking van een gevaar	105
5.1.6	Bewijs in een digitale omgeving	107
5.2	Enkele ICT-aspecten	109
5.2.1	Gebruikersrechten	109
5.2.2	Privacyaspecten	111



5.2.3	Beveiliging van informatie(stromen)	112
5.2.4	Beveiliging van het VGM-platform	114
5.3	Technische mogelijkheden tot bouw VGM-platform	115
5.4	Resumé	116

### **Hoofdstuk 6. Rechtseconomische aspecten**

6.1	Kosten van een (virtuele) AVA	119
6.1.1	Kosten fysieke AVA	119
6.1.2	Kosten virtuele AVA	121
6.1.3	Buitenlandse ervaringen qua kosten	125
6.1.4	Conclusie kostenvergelijking	125
6.2	Baten van een (virtuele) AVA	126
6.2.1	Baten fysieke AVA	126
6.2.2	Baten virtuele AVA	126
6.2.3	Baten virtuele AVA voor aandeelhouders	126
6.2.4	Baten virtuele AVA voor vennootschap	126
6.2.5	Relatie 1: VGM leidt tot verhoogde participatie van aandeelhouders	128
6.2.6	Relatie 2: participatie leidt tot een betere corporate governance	129
6.2.7	Relatie 3: betere corporate governance leidt tot betere resultaten	130
6.2.8	Overige baten virtuele AVA	134
6.3	Conclusie	135

### **Hoofdstuk 7. Corporate Democracy**

7.1	Corporate en politieke democratie	137
7.2	De zeven pijlers voor een goede corporate democracy	138
7.3	De aandeelhouders	141
7.3.1	Belangen van aandeelhouders	142
7.3.2	Beleggers gericht op korte termijn, volatiliteit en inefficiënties	142
7.3.3	Grote middellange en lange termijnbeleggers	143
7.3.4	Strategische en financiële beleggers	144
7.3.5	Kleine particuliere beleggers en belangengroepen	144
7.3.6	Publieke aandeelhouders	145
7.3.7	Welke aandeelhouders hebben baat bij een VGM?	146
7.4	Een blauwdruk voor de virtuele aandeelhoudersvergadering	147
7.4.1	Oproeping	147
7.4.2	Informatiebronnen	149
7.4.3	Discussie en verantwoording	152
7.4.4	Stemmenverwerving	154
7.4.5	De stemprocedure	156
7.4.6	Shareholder rights manager	157
7.4.7	VGM-tijdslijn	160
7.5	Corporate governance	162

## INHOUDSOPGAVE

7.5.1	Het bestuur	162
7.5.2	De raad van commissarissen	163
7.5.3	Aandeelhouders	163
7.5.4	Werknemers/OR	165
7.5.5	Shareholder rights manager/technisch partner	167
7.5.6	Banken	167
7.5.7	Externe specialisten	168
7.6	Resumé	168

### **Hoofdstuk 8. Delaware**

8.1	Introductie vennootschapsrecht Verenigde Staten	171
8.2	Vennootschapsrecht Delaware	174
8.2.1	Algemeen	174
8.2.2	Bevoegdheden AVA	175
8.2.3	Oproeping en record date	175
8.2.4	Proxy solicitation	177
8.2.5	Rule 14a-7, volmachtverwerving	178
8.2.6	Rule 14a-8, agenderingsrecht	180
8.2.7	Evaluatie Delaware-systeem van proxy solicitation	182
8.2.8	Informatierecht	183
8.2.9	De vergadering	184
8.2.10	Besluitvorming	185
8.3	Corporate governance	187
8.4	Regelgeving VGM	190
8.5	Ervaringen met de VGM	195
8.5.1	Delaware	195
8.5.2	Andere staten	196
8.6	Evaluatie VGM	197
8.7	Resumé	199

### **Hoofdstuk 9. Denemarken**

9.1	Introductie Deens vennootschapsrecht	201
9.1.1	Algemeen	201
9.1.2	Bevoegdheid AVA	202
9.1.3	Aandeelhoudersrechten	203
9.1.4	De vergadering	206
9.1.5	Besluitvorming	207
9.2	Corporate governance	209
9.3	Regelgeving VGM	211
9.3.1	De geheel of gedeeltelijk elektronische vergadering	211
9.3.2	Elektronisch communiceren	216
9.4	Ervaringen	217
9.5	Leerpunten	219
9.6	Resumé	220

<b>Hoofdstuk 10. Aanbevelingen voor een wetswijziging</b>	
10.1 Inleiding	221
10.1.1 Doelstellingen en uitgangspunten	221
10.1.2 Aard van de voorstellen voor wetteksten	221
10.1.3 Methode van behandeling	222
10.2 Aanbevelingen VGM	223
10.2.1 Plaats van de vergadering	223
10.2.2 Quorum	225
10.2.3 Aandachtspunt technisch falen	226
10.3 Overige aanbevelingen	228
10.3.1 Verplichting tot gebruik van het registratiesysteem	228
10.3.2 Identificatie van aandeelhouders - nationaal	229
10.3.3 Identificatie van aandeelhouders - internationaal	231
10.4 Samenvatting van de aanbevelingen	232
<b>Hoofdstuk 11. Samenvattende slotbeschouwing</b>	
11.1 Resumé	237
11.2 Antwoorden op de onderzoeksvragen	239
11.3 Tot slot	245
<b>Summary</b>	247
<b>Lijst van geraadpleegde literatuur</b>	255
<b>Rechtspraakregister</b>	279
<b>Trefwoordenregister</b>	281
<b>Curriculum Vitae</b>	285



## Hoofdstuk 1

# Inleiding

### 1.1 Inleiding

Beursvennootschappen kennen drie organen, te weten het bestuur, de raad van commissarissen (afgekort “RvC”) en de algemene vergadering van aandeelhouders (afgekort “AVA”). Het bestuur bestuurt, de raad van commissarissen houdt toezicht, en de aandeelhouders controleren als uiteindelijk belanghebbenden. Dit systeem is door de wetgever in de jaren zeventig vastgelegd en beoogt een duurzaam en werkzaam machtsevenwicht tussen de drie organen te bewerkstelligen. Zoals ik in hoofdstuk twee verder uiteen zal zetten, is de AVA theoretisch gezien een zeer machtig orgaan. Hiervoor is het noodzakelijk dat de AVA naar behoren functioneert. Dit laatste is in veel vennootschappen niet het geval. Er kan een viertal symptomen gesignaleerd worden van het niet naar behoren functioneren van de AVA. Ik zal de vier symptomen beschrijven en de achterliggende oorzaken in kaart brengen.

1. Nederlandse vennootschappen kampen reeds decennia met een lage opkomst op de aandeelhoudersvergadering. Uit tabel 1.1 blijkt dat nog niet eens de helft van het geplaatst kapitaal op de AVA vertegenwoordigd is. Dit is, ook in internationaal perspectief gezien, zeer laag.<sup>1</sup>

Tabel 1.1. Gemiddelde opkomst op AVA in % geplaatst kapitaal (Bron: Eumedion)

	2005	2006	2007	2008
<i>AEX-vennootschappen</i>	33,3	36,4	42,5	47,5
<i>AMX-vennootschappen</i>	35,9	38,6	40,0	45,0

Er zijn verschillende oorzaken voor de lage opkomst te geven.

- a. De eerste oorzaak is rationele apathie. Het kan voor bepaalde aandeelhouders (te) kostbaar zijn om informatie te verzamelen en te analyseren. Dit geldt eveneens voor (onderlinge) communicatie en het bepalen van het stemgedrag. De investering van een aandeelhouder in tijd en geld in een

---

1. Het gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen op de AVA 2005 van vennootschappen die zijn opgenomen in de belangrijkste beursindex van Duitsland is 46%, Australië 50%, Frankrijk 58%, Verenigd Koninkrijk 58%, Zwitserland 61% en de Verenigde Staten 85%. Zie: Manifest 2005, p. 15.

## HOOFDSTUK 1

AVA wordt niet gerechtvaardigd door hogere baten. De mogelijke voordelen van deze investering komen voor het overgrote deel terecht bij de andere aandeelhouders die geen investeringen hebben gedaan en dus ‘freeriden’ op de investering van de actieve aandeelhouder. Veel aandeelhouders zijn dan ook rationeel apathisch.

- b. De tweede oorzaak is gelegen in een aantal praktische bezwaren dat gerelateerd is aan het bezoeken van een aandeelhoudersvergadering. Zoals ik later in dit proefschrift zal toelichten, is het voor buitenlandse aandeelhouders nog altijd lastig om in Nederland hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen. Een ander voorbeeld van een praktisch bezwaar is het feit dat vrijwel alle aandeelhoudersvergaderingen in de maanden april of mei plaatsvinden. Bij een gespreide aandelenportefeuille kan een aandeelhouder geconfronteerd worden met verschillende AVA's op één dag.
2. Het tweede symptoom is een gebrekkige representativiteit van de aandeelhouders op de vergadering. Er bestaan verschillende typen aandeelhouders die elk hun eigen belangen nastreven.<sup>2</sup> Als echter gekeken wordt welk type aandeelhouder op de AVA in persoon aanwezig is en kan deelnemen aan het debat, blijkt dat bepaalde typen aandeelhouders over- of ondervertegenwoordigd zijn. Zo zijn in de vergadering de kleine particuliere aandeelhouders oververtegenwoordigd. Het overgrote deel van het geplaatste kapitaal is niet fysiek aanwezig maar brengt voorafgaand op afstand of via een gevolmachtigde de stem uit. ‘Hedge funds’ en andere activistische aandeelhouders zijn in hun participaties er veelal juist wél op gericht om invloed op het bestuur uit te oefenen. Door de geringe betrokkenheid van de overige aandeelhouders kunnen hedge funds met een relatief klein belang, relatief veel invloed op het bestuur uitoefenen. De lage mate van representativiteit van de AVA komt haar functioneren niet ten goede.
3. Het derde symptoom is een lage kwaliteit van het debat op de AVA. Ook hiervoor is een aantal oorzaken aan te wijzen:
  - a. De eerste oorzaak is de informatieasymmetrie tussen de deelnemers aan de vergadering. Het bestuur beschikt over het algemeen over een voorsprong op de aandeelhouders wat betreft kennis van zaken en deskundigheid. Deze informatieasymmetrie maakt het aandeelhouders lastig om oppositie te voeren en de juridische bevoegdheden effectief uit te oefenen.
  - b. De voorafgaand aan de vergadering uitgebrachte (en gefixeerde) stemmen leggen een schaduw op het debat op de vergadering. Door de vooraf uitgebrachte stemmen en de lage opkomst op de AVA is het voor bestuurders en commissarissen vaak al duidelijk dat een voorstel niet meer afgestemd kan worden.
  - c. Een derde oorzaak voor de lage kwaliteit van het debat is antagonisme. Een gevolg hiervan is dat de deelnemers aan de AVA willen ‘scoren’ met mediastatements waardoor een inhoudelijke dialoog nog verder verdrongen wordt.

---

2. Zie uitgebreid: paragraaf 7.3.

- d. Elementaire beginselen van organisatiekunde worden op een AVA genegeerd waardoor de vergadering rommelig kan verlopen. Een voorbeeld hiervan is het ontbreken of niet toepassen van een reglement voor de vergadering.<sup>3</sup>
- 4. Het vierde en laatste symptoom is de wijze waarop de aandeelhoudersrechten, zoals het stemrecht, worden uitgeoefend. Dit symptoom behoeft nadere uitleg. Er zijn immers drie gevaren met betrekking tot het uitoefenen van aandeelhoudersrechten.
  - a. Empty voting, hidden ownership en vote trading: bij empty voting en de andere genoemde begrippen gaat het in essentie om het splitsen van het economische belang en het juridische eigendom. Dit scheidt de mogelijkheid voor aandeelhouders om stemrechten uit te oefenen zonder dat zij een corresponderend economisch belang hebben, bijvoorbeeld vanwege het feit dat de aandelen zijn geleend of door gebruikmaking van derivaten.<sup>4</sup> Dit is een ontwikkeling die het functioneren van de AVA nog verder onder druk kan zetten.
  - b. Daar waar de wetgever en de Code Tabaksblat een versterking van de positie van de vergadering nastreven, zien sommige aandeelhouders, veelal activistische hedge funds, hun aandeelhoudersrechten als een vrijbrief voor individuele machtsuitoefening.
  - c. Institutionele beleggers maken bij het bepalen van hun stem steeds vaker gebruik van de stemadviezen van corporate governance service providers zoals ISS RiskMetrics en GlassLewis. Deze stemadviezen worden per vennootschap en per agendapunt afgegeven en zijn voornamelijk gebaseerd op een aantal corporate governance indicatoren. Hoewel de uiteindelijke stembeslissing bij de institutionele belegger berust, wordt het stemadvies vrijwel altijd gevolgd. De stemadviseur heeft hiermee een zeer grote invloed op de uitkomst van de stemming.<sup>5</sup> Deze invloed is zelfs zo groot dat vennootschappen voorstellen evalueren en aanpassen aan de normen van de stemadviseur om zo een positief stemadvies te verkrijgen.

De afgelopen jaren is zowel op nationaal als op internationaal niveau het een en ander gewijzigd in de verhouding tussen beursvennootschappen en hun aandeelhouders. De gedachte achter deze veranderingen is om betere 'checks and balances' te bewerkstelligen zodat aandeelhouders meer invloed op de vennootschap kunnen uitoefenen. In Nederland hebben aandeelhouders door de in oktober 2004 gewijzigde structuurregeling en de Code Corporate Governance meer mogelijkheden gekregen om invloed op de vennootschap uit te oefenen. Zo hebben aan-

---

3. Zie: M.W. den Boogert, *De vervagende functie van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders*, Eumedion voordracht, 15 maart 2006.

4. Zie uitgebreid: paragraaf 2.7.3.

5. Mede vanwege de onevenredige invloed van stemadviseurs op het stemgedrag klinkt de roep om regels voor stemadviseurs steeds luider. Zie bijvoorbeeld: Bökkerink en Zevenbergen 2008, p. 1.

## HOOFDSTUK 1

deelhouders naast een agenderingsrecht ook een wettelijk goedkeuringsrecht gekregen omtrent besluiten die het karakter van de onderneming ingrijpend veranderen en kunnen ook certificaathouders een stem uitbrengen. Om meer aandeelhouders te verleiden te participeren in de besluitvorming op de AVA is het belangrijk dat de drempels om dit te doen verlaagd dan wel weggenomen worden. Het gebruik van moderne communicatiemiddelen kan bestaande drempels wegnemen of verlagen waardoor de betrokkenheid van aandeelhouders bij de vennootschap wordt vergroot.<sup>6</sup> Moderne communicatiemiddelen stellen aandeelhouders immers in staat om, ondanks de geografische afstanden, snel, efficiënt en betrekkelijk goedkoop met elkaar en met de vennootschap te communiceren en mee te stemmen over besluiten van de AVA. Met name bij vennootschappen met een (wereldwijd) verspreid aandelenkapitaal kunnen moderne communicatiemiddelen een enorme stimulans betekenen voor de participatie in aandeelhoudersvergaderingen.

Ook in Europees verband wordt er nagedacht over het verbeteren van het functioneren van aandeelhoudersvergaderingen. De Europese Commissie (afgekort “EC”) heeft de High Level Group of Company Law Experts (hierna “High Level Group”) verzocht zijn zienswijze omtrent verschillende corporate governance issues in een rapport te laten blijken. In het rapport laat de High Level Group zien dat de traditionele vergadering van aandeelhouders als een fysieke bijeenkomst in haar huidige vorm niet voldoet aan de hedendaagse verwachtingen. Als gevolg van het toenemende internationale karakter van het aandeelhouderschap, is het grootste deel van de aandeelhouders niet in staat om fysiek de bijeenkomst bij te wonen. De traditionele vergadering kan niet langer dienen als centraal forum voor informatievoorziening aan aandeelhouders, communicatie en besluitvorming. De High Level Group is van mening dat moderne communicatietechnieken een grote bijdrage kunnen leveren aan de ontwikkeling van nieuwe concepten en methoden voor informatievoorziening aan aandeelhouders, communicatie en besluitvorming en concludeert dat deze potentie in de volle breedte moet worden onderzocht en toegepast.<sup>7</sup>

### 1.2 Basisprincipes

Het gebruik van moderne communicatiemiddelen mag geen afbreuk doen aan belangen die met de huidige communicatiemiddelen beschermd zijn. Het is daarom belangrijk om een aantal uitgangspunten te formuleren die als basisprincipes voor de toepassing van moderne communicatiemiddelen bij de AVA kunnen worden gehanteerd. Aan deze basisprincipes, die hieronder worden besproken, zal ik

---

6. Monitoring Commissie Corporate Governance 2008, p. 9 en Sautner, Out en McCahery 2008, p. 6.

7. High Level Group 2002, p. 48.



de verschillende moderne communicatiemiddelen toetsen.

1. *Invoering van moderne communicatiemiddelen moet leiden tot een sterkere betrokkenheid en representativiteit van aandeelhouders bij de vennootschap.* In de vorige paragraaf is geconstateerd welke oorzaken debet zijn aan de lage betrokkenheid van aandeelhouders. Ook de geografische spreiding van het aandelenbezit en de problemen met het grensoverschrijdend uitoefenen van aandeelhoudersrechten werken hierin niet stimulerend.<sup>8</sup> Om het door de wetgever gewenste machtsevenwicht tussen de verschillende vennootschapsrechtelijke organen te bewerkstelligen, is het van belang dat de AVA door veel aandeelhouders wordt bezocht en dat aandeelhouders sterker betrokken raken bij de (besluitvorming van de) vennootschap. Moderne communicatiemiddelen maken het mogelijk dat aandeelhouders snel, efficiënt en betrekkelijk goedkoop met elkaar, bestuurders en commissarissen kunnen communiceren. Het toepassen van moderne communicatiemiddelen kan aldus een belangrijke bijdrage leveren aan een sterkere betrokkenheid bij vennootschappen. Door een verhoogde participatie zal de invloed van een activistische aandeelhouder relatief gezien afnemen. Bij een verhoogde participatie is immers een groter aandelenbelang nodig om eenzelfde niveau van stemmeninvloed te verkrijgen. Twee andere voordelen van de verhoogde participatie zijn het voorkomen van toevallige meerderheden en het verbeteren van de corporate democracy.<sup>9</sup>
2. *De AVA dient in elk geval haar huidige functies te behouden en deze bij voorkeur beter te kunnen vervullen.* De volgende functies<sup>10</sup> van de algemene vergadering van aandeelhouders kunnen worden onderscheiden:
  - besluitvorming: aan de algemene vergadering van aandeelhouders komt een aantal beslissings- en goedkeuringsbevoegdheden toe;
  - discussie en onderling overleg: de AVA stelt aandeelhouders in staat om met elkaar, het bestuur en de RvC van gedachten te wisselen over de gang van zaken binnen de vennootschap en de te nemen besluiten, om kennis te nemen van elkaars standpunten en om elkaar van standpunten te overtuigen;
  - verantwoording: bestuur en RvC leggen tijdens de AVA aan de aandeelhouders verantwoording af voor het door hen gevoerde beleid en het toezicht op dat beleid;
  - beleid/informatieverschaffing: de algemene vergadering van aandeelhouders biedt aandeelhouders de gelegenheid om kennis te nemen van en zich uit te spreken over het binnen de vennootschap gevoerde en te voeren beleid.

Wanneer deze functies behouden kunnen blijven zal de acceptatie en het gebruik van moderne communicatiemiddelen groter zijn dan wanneer een of

8. 69% van de aandelen van in Amsterdam genoteerde vennootschappen is inmiddels in buitenlandse handen. FESE 2007, p. 9 e.v.

9. Het begrip “corporate democracy” zal ik uitgebreid behandelen in 7.2.

10. De Minister van Justitie onderscheidt dezelfde functies: Consultatiedocument moderne communicatiemiddelen 2004, p. 5.

## HOOFDSTUK 1

meer functies in het gedrang komen. Het is aldus van groot belang dat de AVA haar functies kan behouden of kan versterken wanneer gebruik van moderne communicatiemiddelen wordt gemaakt.

3. *De informatieverschaffing aan aandeelhouders moet behouden blijven of worden verbeterd.* De onder basisprincipe 2 onderscheiden functies kunnen slechts adequaat worden uitgeoefend wanneer de aandeelhouders voldoende inzicht in en kennis over de vennootschap hebben. Dit is slechts het geval wanneer alle voor aandeelhouders relevante informatie gemakkelijk en gelijkelijk toegankelijk is. Moderne communicatiemiddelen kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan het beter en goedkoper toegankelijk maken van informatie voor aandeelhouders. Daarnaast stellen enkele moderne communicatiemiddelen aandeelhouders in de gelegenheid om informatie onderling te delen waardoor de informatieasymmetrie af kan nemen.
4. *Reductie van (administratieve) lasten.* Het organiseren van aandeelhoudersvergaderingen brengt kosten met zich mee. Te denken valt aan publicatiekosten van oproepingen in dagbladen, oproepingsbrieven, drukkosten en reiskosten. Door gebruik te maken van moderne communicatiemiddelen kunnen dergelijke lasten worden gereduceerd. Aangezien moderne communicatiemiddelen andere kosten met zich mee kunnen brengen, dienen de administratieve lasten per saldo gereduceerd te worden.
5. *De rechtsgeldigheid en betrouwbaarheid van documenten en (rechts)handelingen moet gewaarborgd blijven.* Aan fysieke documenten wordt door de wet bewijskracht toegekend, wanneer zij voorzien zijn van een handtekening of een stempel. Het gebruik van moderne communicatiemiddelen ter vervanging van fysieke documenten of ten behoeve van het verrichten van rechtshandelingen is in beginsel slechts wenselijk wanneer dit de rechtszekerheid van documenten en rechtshandelingen niet aantast.<sup>11</sup> Daarnaast dienen de documenten en de rechtshandelingen technisch betrouwbaar te zijn. Met andere woorden, de toepassing van moderne communicatiemiddelen dient technisch haalbaar te zijn, ook wanneer er duizenden aandeelhouders gebruik van maken.

### 1.3 Moderne communicatiemiddelen

Nu deze basisprincipes wat betreft de toepassing van moderne communicatiemiddelen in de AVA geformuleerd zijn, zal ik nagaan welke moderne communicatiemiddelen met betrekking tot de AVA relevant kunnen zijn. Ik zal achtereenvolgens de elektronische volmacht, de videoconferentie, het elektronisch stemmen en de virtuele aandeelhoudersvergadering bespreken.

---

11. Zie: Prins en Gijrath 2000, p. 116 e.v.

### 1.3.1 Elektronische volmacht

Middels een elektronische volmacht (ook wel “e-volmacht” genoemd) kan een aandeelhouder op elektronische wijze een ander volmachtigen om voor hem te stemmen. Dit kan er als volgt uitzien. Een formulier, voorzien van een inlogcode, wordt naar de aandeelhouder gestuurd, die zich door middel van de code kan identificeren en zijn stemvolmacht elektronisch duidelijk kan maken. Bij het formulier kunnen de agenda met toelichting, de jaarrekening en het jaarverslag worden ingesloten. Nadat de aandeelhouder de elektronische volmacht heeft gegeven kan hij zijn e-mail adres opgeven zodat hij voor de volgende vergadering de relevante stukken per e-mail toegezonden krijgt. Sinds 30 juni 2004 is het in Nederland mogelijk om op elektronische wijze een ander een stemvolmacht te geven. Voor deze datum kon dat alleen per geschrift, telegram, telex of telefax. Nederlandse vennootschappen kunnen de elektronische steminstructies zelf verwerven of het verwerven van de steminstructies door derden laten verzorgen.<sup>12</sup> Het grote nadeel van het geven van een volmacht, fysiek of elektronisch, is dat de aandeelhouder voorafgaand aan de AVA zijn stemgedrag bepaalt. Tenzij er sprake is van een blanco volmacht, is de gevolmachtigde gebonden aan de volmacht en kan hij zich niet laten beïnvloeden door datgene wat ter vergadering naar voren wordt gebracht.

### 1.3.2 Videoconferentie

Een videoconferentie is een fysieke vergadering waarbij een aantal deelnemers niet in de fysieke vergadering aanwezig is maar toch deelneemt aan de vergadering.<sup>13</sup> Niet fysiek aanwezige aandeelhouders kunnen elders, bijvoorbeeld vanuit huis, via videoconferentie of webcast de beraadslagingen volgen en gedurende de vergadering rechtstreeks het woord voeren tot de fysiek aanwezige aandeelhouders en de overige niet fysiek aanwezige aandeelhouders. Een verschil tussen webcast en videoconferentie is dat webcast via een website verloopt en videoconferentie niet. Een ander verschil is dat videoconferentie altijd live is en dat dit bij webcast niet het geval hoeft te zijn. Wanneer echter de factoren tijd en interactiviteit een minder belangrijke rol spelen, kan de vennootschap via webcast op haar website een samenvatting met de meest interessante onderdelen van de vergadering aanbieden. Indien de factoren tijd en interactiviteit wel een belangrijke rol spelen, dienen de beraadslagingen op een fysieke vergadering op een ononderbroken wijze te worden uitgezonden zodat de deelnemers aan de videoconferentie deze live kunnen volgen en hieraan kunnen deelnemen.

Een fysieke bijeenkomst biedt de mogelijkheid om te controleren of degenen die aan de vergadering en het stemmen deelnemen, daartoe ook bevoegd zijn. Om

12. Enkele voorbeelden van bedrijven die zich toelagen op het verkrijgen en uitvoeren van elektronische volmachten zijn: ADP en EVBoxx.

13. Wanneer ik spreek van een videoconferentie, bedoel ik uiteraard een video-audio-conferentie. Degene die deelneemt aan deze conferentie ontvangt dus beeld én geluid.

## HOOFDSTUK 1

bij een videoconferentie een zelfde mate van zekerheid te verkrijgen, zullen technische oplossingen moeten worden gevonden. Aandeelhouders zouden bijvoorbeeld van banken, die de registratie van aandeelhouders verzorgen, toegangscodes kunnen ontvangen, die hen in staat stellen zich te identificeren en waarmee tevens toegang kan worden verkregen tot besloten gedeelten van de website van een vennootschap. Vanaf deze besloten delen kunnen zij vervolgens de AVA volgen en hun stem uitbrengen.

Via videoconferentie kan een behoorlijk aantal aandeelhouders aan de AVA deelnemen. Zij kunnen de vergadering volgen en het woord richten tot de vergadering. Aandeelhouders kunnen aan de voorzitter van de vergadering kenbaar maken dat ze het woord willen voeren. De voorzitter merkt dit doordat bijvoorbeeld op zijn bedieningspaneel een lampje gaat branden. De voorzitter kan deze aandeelhouder via de centrale monitor de andere aandeelhouders laten toespreken. In het aantal deelnemers ligt echter wel een natuurlijke grens. Naarmate het aantal deelnemers toeneemt, neemt de kans toe dat de voorzitter het overzicht verliest en de vergadering bijzonder rommelig verloopt.

Na de beraadslagingen dient gestemd te worden. Bij een groot aantal via videoconferentie aanwezige aandeelhouders is het stemmen via videoconferentie echter niet werkbaar. Deze wijze van stemmen duurt immers lang en verloopt onoverzichtelijk omdat elke deelnemer om de beurt op de centrale monitor kenbaar dient te maken hoe hij wil stemmen. Daarnaast is deze wijze van stemmen niet anoniem. Dit laatste bezwaar is te ondervangen door videoconferentie te combineren met een moderne variant van stemmen op afstand, namelijk e-voting. Via e-voting kan de stemming tevens anoniem verlopen.

In enkele landen, waaronder Engeland<sup>14</sup> en Frankrijk,<sup>15</sup> is het al jaren mogelijk om aan vergaderingen deel te nemen door middel van videoconferentie. In Nederland is dit sinds 1 januari 2007 eveneens mogelijk, mits de statuten van de vennootschap hierin voorzien.<sup>16</sup>

Het voordeel van videoconferentie is dat over de gehele wereld via rechtstreekse verbindingen aan de vergadering kan worden deelgenomen. Dit kan de drempel tot deelname aan de AVA verlagen en de betrokkenheid bij de vennootschap verhogen. De in de uitgangspunten beschreven functies van de AVA kunnen ook behouden blijven. Omdat de fysieke bijeenkomst blijft bestaan, is de videoconferentie een nuttige mogelijkheid voor aandeelhouders om op afstand deel te nemen.

---

14. Companies Act 2006, Part 13.

15. Artikel L225-107, lid II, Code de Commerce.

16. Artikel 2:117a/227a BW.

Aan videoconferenties kleven echter ook nadelen. In tegenstelling tot de hierna te bespreken virtuele vergadering is bij een videoconferentie het volgen van en deelnemen aan de vergadering beperkt tot de duur van de fysieke vergadering. Met andere woorden: wil men deelnemen aan de vergadering door gebruik te maken van videoconferentie, dan is men gebonden aan de twee à drie uur fysieke vergadertijd. Bepaalde buitenlandse aandeelhouders die zelf graag in de AVA willen participeren, zullen hierdoor gedwongen zijn om óf af te reizen naar de fysieke bijeenkomst óf in sommige gevallen 's nachts deel te nemen aan de videoconferentie. Een gevolg van de korte vergadertijd is dat wanneer technische problemen optreden, de tijdsduur voor technische hulp gelimiteerd is. Een ander nadeel van de videoconferentie is dat aan het aantal deelnemers een natuurlijke grens zit en dat de stemming in beginsel niet anoniem is.

Toetsing van deze vergadervorm aan de in paragraaf 1.2 genoemde basisprincipes levert het volgende beeld op. De betrokkenheid van aandeelhouders kan worden vergroot door videoconferentie en ook de genoemde functies van de AVA blijven behouden. Doordat de videoconferentie wettelijk is vastgelegd, is de rechtsgeldigheid van deze vergadervorm gewaarborgd. Videoconferentie leidt echter niet noodzakelijkerwijs tot betere informatievoorziening en de kostenbesparing wordt alleen aan de kant van de aandeelhouder bereikt. Het is aan de vennootschap en de aandeelhouders om afspraken te maken over het gebruik van videoconferentie. De statuten moeten voorzien in de mogelijkheid van deelname via videoconferentie. Ook dient het duidelijk te zijn waar aandeelhouders zich kunnen aanmelden en hoe zij zich dienen te legitimeren. Hiermee wordt voorkomen dat vennootschappen onverwacht geconfronteerd worden met aandeelhouders die verlangen via een webverbinding mee te doen. Een dergelijke statutaire bepaling dient tevens te voorzien in de mogelijkheid om via videoconferentie een stem uit te brengen.

### 1.3.3 *E-voting*

Er is sprake van elektronisch stemmen (ook wel “e-voting” genoemd) indien een vennootschap haar aandeelhouders de gelegenheid biedt om de stem via een modern communicatiemiddel uit te brengen. Wanneer een vennootschap haar aandeelhouders toestaat om elektronisch te stemmen, kan bijvoorbeeld een besloten gedeelte van de website van de vennootschap worden ingericht als stemlokaal. Toegang tot het besloten deel van de website kan worden beperkt tot diegenen die als rechthebbenden op aandelen een toegangscode van banken hebben ontvangen. Aan de hand van deze toegangscode kan de identiteit van de aandeelhouder worden vastgesteld en kan tevens worden vastgesteld hoeveel stemmen hij ter vergadering mag uitbrengen. In deze opzet wordt het uitbrengen van stemmen via stemformulieren en derden geheel overgeslagen. Elektronisch stemmen kan daardoor veel tijd en geld besparen.<sup>17</sup> E-voting kan in combinatie met het deelnemen

---

17. Zie: *Kamerstukken II 2005/06*, 30 019, nr. 7, p. 4 en Winter 2000, p. 46.

## HOOFDSTUK 1

aan een vergadering door middel van videoconferentie worden toegepast. Nadat de aandeelhouder via een rechtstreekse webverbinding kennis heeft genomen van (en wellicht zelfs actief heeft deelgenomen aan) de gedachtewisseling ter vergadering, kan hij langs elektronische weg zijn stem uitbrengen.

Sinds 1 januari 2007 is het overeenkomstig artikel 2:117a Burgerlijk Wetboek (hierna “BW”) mogelijk dat vennootschappen aandeelhouders de mogelijkheid bieden om via een elektronisch communicatiemiddel de stem uit te brengen tijdens de vergadering.<sup>18</sup> Ingevolge artikel 2:117b BW kan dit eveneens voorafgaand aan de vergadering geschieden. Het is niet mogelijk om na afloop van de vergadering de stem uit te brengen. Indien de aandeelhouder voor de vergadering zijn stem elektronisch uitbrengt, kan zijn stem niet meer worden herroepen, omdat een stem die voor de vergadering wordt uitgebracht gelijk wordt gesteld met een stem die tijdens de vergadering wordt uitgebracht.<sup>19</sup>

In het geval dat een aandeelhouder elektronisch stemt zonder de vergadering te hebben gevolgd, kan zijn stemgedrag niet beïnvloed worden door wat er ter vergadering naar voren wordt gebracht en is het tot stand komen van zijn stembeslissing geen vrucht van onderling overleg. Dit is betreurenswaardig want een van de functies van de AVA is om een platform te zijn voor discussie en overleg. Indien e-voting in combinatie met videoconferentie wordt toegepast, is echter wel sprake van een besluit dat de vrucht is van onderling overleg.<sup>20</sup> Deze combinatie voldoet aan de in het begin van dit hoofdstuk geformuleerde principes. Indien de statuten voorzien in de mogelijkheid om elektronisch te stemmen, is ook de rechtsgeldigheid gewaarborgd. De informatievoorziening zal door het gebruik van e-voting niet noodzakelijkerwijs verbeteren en een reductie van de administratieve lasten is slechts haalbaar aan de kant van de aandeelhouder. De vennootschap zal extra kosten hebben: naast de kosten voor een fysieke vergadering zullen ook kosten gemaakt worden voor het faciliteren en promoten van e-voting.

### 1.3.4 De virtuele aandeelhoudersvergadering

Bij een virtuele aandeelhoudersvergadering wordt vergaderd en gestemd via internet zonder dat er sprake is van een fysieke samenkomst van aandeelhouders. De virtuele aandeelhoudersvergadering zal ik hierna ook wel “Virtual General

---

18. Zie over het stemmen via moderne communicatiemiddelen uitgebreid paragraaf 2.8.4.

19. *Kamerstukken II 2004/05, 30 019, nr. 3, p. 10: “Een aandeelhouder die bijvoorbeeld voorafgaand aan de algemene vergadering zijn stem langs elektronische weg heeft uitgebracht, is nog altijd gerechtigd om fysiek ter vergadering te verschijnen en daar het woord te voeren. Omdat hij zijn stemrecht slechts eenmaal mag uitoefenen, mag hij dus niet tijdens de vergadering opnieuw zijn stem uitbrengen, of zijn eerder uitgebrachte stem herroepen.”*

20. Dit is uiteraard niet het geval voor zover de aandeelhouder vóór de aandeelhoudersvergadering zijn stem elektronisch uitbrengt.

Meeting” noemen (afgekort “VGM”).<sup>21</sup> Vennootschappen kunnen met het uitgaan van de oproeping voor de AVA een persoonlijke inlogcode mee (laten) sturen. Alle aandeelhouders kunnen met deze inlogcode toegang krijgen tot een zwaar-beveiligde website waarop de AVA plaatsvindt. Op deze website kunnen aandeelhouders, naast alle relevante vergaderstukken, ook een bulletinboard/discussieforum vinden. Via het discussieforum kunnen aandeelhouders kennismaken van de discussie en daaraan deelnemen. Een discussieforum biedt ook de mogelijkheid aan het bestuur en de RvC te reageren op de opmerkingen van aandeelhouders. Zo kan een discussie ontstaan tussen betrokkenen, die veel zou kunnen bijdragen aan de meningsvorming door aandeelhouders over de voorgestelde besluitvorming. De gedachtewisseling tussen aandeelhouders, bestuurders en commissarissen kan aldus ook elektronisch op een voor alle betrokkenen toegankelijke manier plaatsvinden. Gekoppeld aan het discussieforum kan een gedeelte van de website worden ingericht als stemlokaal. Aandeelhouders kunnen daar elektronisch hun stem uitbrengen.

Mits veiligheid en betrouwbaarheid gewaarborgd zijn, kan de virtuele aandeelhoudersvergadering een enorme impuls geven aan de participatie van aandeelhouders. Alle betrokkenen binnen de vennootschap, waar ter wereld zij zich ook bevinden, kunnen op betrekkelijk goedkope wijze deelnemen aan de vergadering. Zij hoeven zich bovendien niet allemaal tegelijk achter een computer te bevinden. Een virtuele AVA zou ook enkele dagen of zelfs een week kunnen duren. Hiermee wordt de drempel voor het deelnemen aan beraadslagingen van de AVA verlaagd, wat kan leiden tot een groei van de participatie van aandeelhouders bij de besluitvorming van de vennootschap. Door de verlaagde drempels zullen ook aandeelhouders met kleinere pakketten het lonend vinden om deel te nemen aan de besluitvorming. Verhoogde participatie kan betekenen dat de relatieve invloed van bepaalde aandeelhouders, zoals activistische hedge funds, afneemt.

Er is bij de virtuele aandeelhoudersvergadering echter wel een aantal aandachtspunten. Zo rijst de vraag of de vergadering via discussiefora efficiënte besluitvorming door vennootschappen werkelijk bevordert. Het antwoord op deze vraag kan door vennootschappen sterk worden beïnvloed door orde en structuur in de bulletinboards te brengen. De bulletinboards kunnen per onderwerp of agenda-punt worden gestructureerd. Ook kan per onderwerp de vergaderduur worden bepaald. Tevens kan de voorzitter van de vergadering belast worden met de selectie en plaatsing van alleen de relevante bijdragen. Op deze bijdragen kan door de voorzitter, het bestuur of de commissarissen in één statement worden gereageerd. Niet relevante of onfatsoenlijke bijdragen hoeven niet te worden geplaatst. Net als bij de fysieke AVA, heeft de voorzitter van de vergadering van de VGM de

---

21. De Engelse equivalent van algemene vergadering van aandeelhouders, is Annual General Meeting. Omdat ik “Annual” geen meerwaarde vind aangezien de VGM frequenter dan “annual” kan plaatsvinden kies, ik voor Virtual General Meeting. Ik kies hierbij bewust voor een afgeleide van een Engelse term gezien het internationale karakter van het aandelenbezit.

## HOOFDSTUK 1

bevoegdheid om het spreekrecht in te perken en bepaalde personen de toegang te ontfangen.<sup>22</sup> Bij de VGM is het daarnaast mogelijk om bepaalde bijdragen van de site te verwijderen. Dit alles bevordert de efficiëntie van de besluitvorming. Het een en ander kan nader worden geregeld in de statuten of het reglement van orde bij de vergadering.

De virtuele vergadering kan, overeenkomstig een vooraf opgesteld statutair of reglementair voorschrift, enkele dagen duren. Deze langere tijdsduur kan gewenst zijn opdat meer aandeelhouders de vergadering kunnen volgen en actief in de vergadering kunnen participeren. Het bestuur of de commissarissen kunnen op meer vragen tegelijkertijd antwoord geven door te verwijzen naar een duidelijk statement dat tevens op het bulletinboard wordt opgenomen.

Ondanks alle genoemde voordelen was in 2004 de toenmalige Minister van Justitie, Piet Hein Donner, niet overtuigd van de wenselijkheid van een VGM. Hij stelde namelijk dat *“een fysieke bijeenkomst, waarbij bestuurders en commissarissen persoonlijk aandeelhouders ontmoeten, rechtstreeks verantwoording afleggen over hun beleid en hun voorstellen direct verdedigen, een betekenisvolle rol heeft in de gehele procedure van gedachtevorming, beraadslaging en besluitvorming door aandeelhouders.”*<sup>23</sup>

De minister hecht dus veel waarde aan de face to face verantwoording van bestuurders.

Hier ligt de veronderstelling aan ten grondslag dat de verantwoording in een fysieke vergadering beter mogelijk is. Dit lijkt mij allerminst zeker. Bestuurders en commissarissen treden tijdens de huidige AVA slechts beperkt in debat met aandeelhouders door het stellen van vragen te beperken en discussies in de kiem te smoren. Hierbij wordt niet zelden een beroep gedaan op de beperkte vergaderingstijd. Dit alles gebeurt meestal binnen de grenzen van het redelijke, maar beperkt zeker de mogelijkheid om het bestuur ter verantwoording te roepen. Een ander probleem met het ter verantwoording roepen is de lage opkomst en de geografische spreiding van aandeelhouders. Gezien de lage opkomst op fysieke aandeelhoudersvergaderingen kunnen bestuurders juist daar de vragensteller relatief makkelijk en veelal zonder serieuze consequenties afwimpelen.<sup>24</sup> Zoals al eerder beargumenteerd is, zal de opkomst bij een virtuele vergadering waarschijnlijk veel groter zijn. Daarnaast biedt een virtuele AVA aandeelhouders nieuwe mogelijkheden om zich te verenigen om het bestuur effectief ter verantwoording te roepen.

---

22. Zie voor meer informatie over de taak en bevoegdheden van de voorzitter: paragraaf 2.9.4.

23. Consultatiedocument moderne communicatiemiddelen 2004, p. 12 en *Kamerstukken II*, 2004/05, 30 019, nr. 3, p. 6.

24. Of het afwimpelen inderdaad zonder consequenties geschiedt, hangt mede af van de persoon van de aandeelhouder. Daarnaast kan de pers een rol spelen als een (prominente) aandeelhouder wordt afgewimpeld.



Overigens moeten de mogelijkheden van aandeelhouders om bestuurders op een fysieke of virtuele AVA ter verantwoording te roepen, niet overschat worden. Afgezien van de lage opkomstpercentages maken de massaliteit en het publieke karakter van de AVA een constructief overleg lastig. Bestuurders en commissarissen staan vol in de schijnwerpers van de financiële pers, ieder woord wordt door analisten op een weegschaal gelegd en er liggen allerlei afbreukrisico's op de loer. Bestuurders en commissarissen zouden aandeelhouders ook los van de aandeelhoudersvergadering kunnen ontmoeten in een meer informele setting zoals tijdens road shows, regiobijeenkomsten en andere investor relation meetings.<sup>25</sup> In de Verenigde Staten (afgekort "VS") zijn dergelijke meetings zeer gebruikelijk en ook in Nederland is dit sterk in opkomst.<sup>26</sup> Om problemen met selectieve informatieverstrekking en voorkennis te voorkomen is het belangrijk dat zulke bijeenkomsten voor alle aandeelhouders (en wellicht ook voor andere geïnteresseerden) toegankelijk zijn. Overigens vindt de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") het niet bezwaarlijk dat een vennootschap onder omstandigheden exclusief contact heeft met haar belangrijkste aandeelhouders.<sup>27</sup> Zowel in de investor relations meetings als in de exclusieve contacten blijft uiteraard gelden dat niet publieke informatie uitsluitend door middel van een persbericht én een melding aan de AFM openbaar mag worden gemaakt.<sup>28</sup>

De Nederlandse wettelijke regeling betreffende de algemene vergadering van aandeelhouders gaat uit van een fysieke bijeenkomst. Een aandeelhoudersvergadering die uitsluitend virtueel plaatsvindt, voldoet niet aan de door artikel 2:116 BW gestelde eis dat de AVA in een plaats in Nederland moet worden gehouden. Omdat de vergadering elektronisch plaatsvindt, is onduidelijk op welke plaats de vergadering feitelijk gehouden wordt. De bepalingen in Boek 2 BW die zien op een fysieke bijeenkomst, belemmeren de aandeelhoudersvergadering die geheel via internet plaatsvindt. Het is van het grootste belang dat de geldigheid van de VGM en de besluitvorming gewaarborgd is. Om dit te waarborgen is het noodzakelijk dat de wetgever een aantal bepalingen aanpast.

Wanneer de virtuele vergadering getoetst wordt aan de vijf basisprincipes geldt het volgende. Een VGM stelt aandeelhouders in staat in contact te treden met andere aandeelhouders. Hierdoor kan ook onderling informatie worden uitgewisseld en zal de informatieverstrekking verbeteren. Deze verbeterde informatieverstrekking is noodzakelijk om aandeelhouders in staat te stellen om hun rechten adequaat uit

25. Een voorbeeld van een bedrijf dat zich toelegt op het organiseren van investor relation meetings is Rematch Investor Relations. Rematch nodigt per match enkele beursvennootschappen en (potentiële) aandeelhouders uit voor een regiobijeenkomst waarbij de vennootschap zich presenteert en er vervolgens alle ruimte is tot het stellen van vragen.

26. Zie: Verdam 2004a, p. 413.

27. Zie: [www.afm.nl](http://www.afm.nl) onder marktpartijen> interpretaties > voorwetenschap. Vletter-van Dort en Abma verdedigen dit standpunt eveneens: Vletter-van Dort 2001, p. 124- 126 en Abma 2007, p. 111.

28. Artikel 5:59 lid 1 Wet op het financieel toezicht.

## HOOFDSTUK 1

te oefenen. Dit leidt tot een versterking van de betrokkenheid van de aandeelhouder. Aandeelhouders, maar ook vennootschappen, kunnen bij gebruikmaking van de VGM behoorlijk besparen op de kosten van een aandeelhoudersvergadering. De bouw van een geschikt VGM platform zal verre van goedkoop zijn maar na deze initiële kosten kunnen de besparingen waarschijnlijk ook significant zijn.

De regelingen omtrent de AVA in Boek 2 BW gaan uit van een fysieke bijeenkomst. De wet vereist onder andere dat een AVA in een plaats in Nederland plaatsvindt. Een AVA die uitsluitend virtueel plaatsvindt, voldoet niet aan deze eis aangezien de vergadering elektronisch plaatsvindt en het onduidelijk is op welke plaats de vergadering dan gehouden wordt. De bepalingen in Boek 2 BW die zien op een fysieke bijeenkomst zullen waarschijnlijk een belemmering opleveren voor een vergadering die geheel via internet plaatsvindt. Voordat vennootschappen gebruik zullen maken van een VGM is het aldus noodzakelijk dat de wetgever de rechtsgeldigheid heeft gewaarborgd. Dit kan gebeuren door de wet te wijzigen en vennootschappen statutair de ruimte te geven om de AVA geheel elektronisch te laten plaatsvinden, of door de toepassing van de VGM zelfs wettelijk te verplichten. De keuze tussen statutaire vrijheid dan wel wettelijke verplichting zal genomen moeten worden op basis van opgedane ervaringen, marktonderzoek en een evenwichtige afweging van de meespelende belangen. In dit proefschrift zal ik aandacht besteden aan deze bronnen om zo tot een gefundeerde aanbeveling te komen.

### 1.4 Vraagstelling

Bij de bespreking van de moderne communicatiemiddelen heb ik deze middelen getoetst aan de uitgangspunten voor de AVA. Het is immers de bedoeling dat de verschillende communicatiemiddelen zo veel mogelijk voldoen aan deze uitgangspunten omdat deze aan de basis van de aandeelhoudersvergadering staan. Resumerend kan het volgende schema worden opgesteld.

Tabel 1.2. Overzicht moderne communicatiemiddelen

	<b>E-volmacht</b>	<b>Videoconferentie</b>	<b>E-voting</b>	<b>VGM</b>
<b>Versterking betrokkenheid aandeelhouders</b>	Beperkt	Ja, extra keuzemogelijkheid	Ja, extra keuzemogelijkheid	Ja
<b>Funcies AVA behouden (besluitvorming, verantwoording, overleg &amp; beleid)</b>	Geen ruimte voor discussie/overleg	Geen anonieme besluitvorming, tenzij i.c.m. e-voting	Geen overleg/discussie tenzij i.c.m. videoconferentie	Ja
<b>Verbetering informatieverschaffing</b>	Niet noodzakelijkerwijs	Niet noodzakelijkerwijs	Niet noodzakelijkerwijs	Ja

vervolg	E-volmacht	Videoconferentie	E-voting	VGM
<b>Kostenbesparing</b>	Alleen voor de aandeelhouder. Vennootschap kost het juist meer geld	Alleen voor de aandeelhouder. Vennootschap kost het juist meer geld.	Alleen voor de aandeelhouder. Vennootschap kost het juist meer geld.	Ja, voor zowel de aandeelhouder als de vennootschap
<b>Rechtsgeldig</b>	Ja: 117/227 lid 5	Ja: 117a	Ja: 117a en b	Nee, wetswijziging is noodzakelijk
<b>Technisch mogelijk</b>	Ja	Ja	Ja	Ja

De virtuele aandeelhoudersvergadering blijkt op alle punten, uitgezonderd het punt van rechtsgeldigheid, gelijk of beter te scoren dan de andere moderne communicatiemiddelen. Aan de betrokkenheid van (meer) aandeelhouders kan door een VGM een enorme impuls worden gegeven, aangezien aandeelhouders, waar ter wereld zij zich ook bevinden, op betrekkelijk goedkope wijze kunnen deelnemen aan de vergadering. Het is niet noodzakelijk dat ze zich tegelijkertijd achter een computer bevinden, aangezien een VGM ook enkele dagen zou kunnen duren. Dit tijdsaspect is een belangrijk voordeel en verschil in vergelijking met videoconferentie/e-voting. Ook kan de informatievoorziening aan aandeelhouders sterk verbeteren. De vennootschap kan niet alleen snel, makkelijk en zonder noemenswaardige kosten mededelingen op de website plaatsen, ook aandeelhouders kunnen op het bulletinboard vragen aan het bestuur en de RvC stellen en elkaar informeren en attenderen op belangrijke zaken. Dit alles draagt ertoe bij dat de informatievoorziening sterk verbetert.

Hoewel de VGM veel voordelen biedt, voldoet de VGM momenteel niet aan het wettelijke vereiste dat de AVA in een plaats in Nederland moet worden gehouden. Aangezien de vergadering over internet plaatsvindt en internet eigenlijk nergens is, is onduidelijk op welke plaats de vergadering eigenlijk gehouden wordt. De bepalingen in Boek 2 BW die zien op een fysieke bijeenkomst belemmeren de vergadering die geheel via internet plaatsvindt. Hiernaast bestaan mogelijk ook nog andere wettelijke knelpunten. De knelpunten zijn veelal een gevolg van wettelijke bepalingen die vastgesteld zijn in een tijd dat moderne communicatiemiddelen, waaronder internet, nog geen issue waren. Het veranderen van deze bepalingen en het mogelijk maken van de VGM kan echter consequenties hebben voor het vennootschapsrechtelijke evenwicht. Deze bepalingen beogen veelal bepaalde belangen te beschermen. Het is de vraag of deze belangen ook niet bij een VGM voldoende gewaarborgd zou kunnen zijn. Dit brengt mij dan ook bij de centrale onderzoeksvraag van dit proefschrift:

*Wat zijn de juridische mogelijkheden, aandachtspunten en consequenties van een virtuele aandeelhoudersvergadering?*

## HOOFDSTUK 1

Dit proefschrift is in het bijzonder gericht op beursgenoteerde naamloze vennootschappen (afgekort “NV’s”). Ik heb deze focus aangebracht vanwege de volgende redenen. De eerste reden is dat bij beursvennootschappen het aandelenkapitaal over het algemeen meer verspreid is dan bij besloten vennootschappen (afgekort “BV’s”) waardoor de VGM voor beursvennootschappen extra interessant is. Ten tweede spelen bij beursvennootschappen, in tegenstelling tot BV’s en niet-beursgenoteerde NV’s, een aantal complicerende factoren mee. Ik denk hierbij in het bijzonder aan het problemen rondom het grensoverschrijdend stemmen en de effectenrechtelijke aspecten van de overdracht, deponering en registratie van aandelen. Deze complicerende factoren spelen niet of in mindere mate bij BV’s en niet-beursgenoteerde NV’s een rol. Voor beursvennootschappen zijn deze factoren echter relevant waardoor ik er niet aan ontkom om ze in het kader van de VGM te bespreken. De derde reden is dat voor het goed functioneren van de VGM enkele knelpunten moeten worden opgelost die ook bij de fysieke AVA van een beursvennootschap spelen. De vierde reden voor de focus op beursvennootschappen is dat de lezer hierdoor een totaalbeeld verkrijgt van de VGM en dat de uitleg en analyse van de juridische mogelijkheden en consequenties in vereenvoudigde versie ook kan worden toegepast op de BV’s en niet-beursgenoteerde NV’s.

### 1.5 Methode van onderzoek

Deze dissertatie is opgedeeld in vijf delen. Het eerste deel is gebaseerd op Nederlands recht. Via een multidisciplinaire analyse zal ik zo duidelijk mogelijk trachten uiteen te zetten welke overwegingen er bij het al dan niet toepassen van de VGM een rol spelen. Ik zal achtereenvolgens aandacht besteden aan de vennootschapsrechtelijke, effectenrechtelijke, internationaal privaatrechtelijke, rechtstechnologische en rechtseconomische aspecten die bij een VGM spelen. Hierna zal ik bekijken welke invloed de VGM heeft op de corporate democracy. In het tweede deel zal ik een rechtsvergelijkend onderzoek met Delaware (VS) en Denemarken verrichten. Ik heb voor een rechtsvergelijkend onderzoek met Delaware en Denemarken gekozen omdat deze staten voor zover mij bekend tot heden de enige staten zijn die een virtuele aandeelhoudersvergadering wettelijk faciliteren.<sup>29</sup> In deel drie zal ik de knel- en aandachtspunten proberen op te lossen door middel van het doen van een aanbeveling voor een voorstel tot wetwijziging. Ik zal hierbij uiteraard de ervaringen van andere rechtsstelsels meenemen zodat de Nederlandse wetgever zijn voordeel kan doen met de positieve en negatieve ervaringen van andere rechtsstelsels. In deel vier zullen een Nederlandse en Engelse samenvattende slotbeschouwing staan waarna het laatste deel volgt met literatuurlijst, rechtspraakregister en een trefwoordenregister.

---

29. De Europese Commissie noemt in haar voorstel voor een European private company (“EPC”) de mogelijkheid dat er geen fysieke vergadering wordt gehouden. Zie: Proposal for a council regulation on the Statute for a European private company, COM(2008) 396/3, p. 8.

Om de onderzoeksvraag volledig en adequaat te beantwoorden zal ik de navolgende lijn volgen. Allereerst zal ik in hoofdstuk twee ingaan op vennootschapsrechtelijke aspecten die een rol bij de AVA spelen. Het doel hiervan is tweeledig: een helder overzicht krijgen van de gang van zaken in een AVA én vennootschapsrechtelijke knelpunten met betrekking tot de VGM signaleren in de regelingen omtrent oproeping, plaats van de vergadering, agendering, stem- en vergaderrechten, vergaderorde en dergelijke.

In het derde hoofdstuk zullen de effectenrechtelijke aspecten aan bod komen. Het is voor vennootschappen essentieel om voorafgaand aan de (virtuele) AVA de aanwezigheid en omvang van het stemrecht per aandeelhouder te kunnen bepalen. Daar overdracht van een aandeel leidt tot een andere stemgerechtigde op het aandeel, is nadere bestudering van de wijze van overdracht van een aandeel in een beursgenoteerde vennootschap noodzakelijk. Verder ga ik in dit hoofdstuk in op het proces van dematerialisatie, de registratiedatum en identificatie van aandeelhouders in nationaal perspectief.

In hoofdstuk vier zal ik enkele grensoverschrijdende aspecten van de virtuele aandeelhoudersvergadering aan bod laten komen. Ik zal uitgebreid aandacht besteden aan de problematiek van het grensoverschrijdend stemmen. Het grensoverschrijdend stemmen kent praktische en juridische obstakels die veelal een gevolg zijn van de grote verschillen in regelgeving in de verschillende landen. Er kan in de keten een opeenstapeling van (botsende) aanspraken op de uitoefening van de daaraan verbonden stemrechten ontstaan. Dergelijke situaties belemmeren aandeelhouders in de uitoefening van hun (stem)rechten. Daarnaast zal ik onderzoeken welk recht van toepassing is op de fysieke of virtuele aandeelhoudersvergadering.

In hoofdstuk vijf zal ik enkele rechtstechnologische aspecten aan bod laten komen. Ik denk hierbij in het bijzonder aan de technische mogelijkheid om een VGM-platform te bouwen, de risico's en consequenties van het wegvallen van de internetverbinding, de mate van beveiliging en de gevoeligheid voor fraude. Ik heb mij hierbij laten adviseren door een aantal hoog gekwalificeerde ICT-bedrijven. Aan het einde van dit hoofdstuk kan de vraag beantwoord worden of een VGM technisch mogelijk is en wat de aandachtspunten op dit vlak zijn.

In hoofdstuk zes zal ik een rechtseconomische analyse uitvoeren van de virtuele aandeelhoudersvergadering. Ik zal daarbij de kosten van een fysieke AVA vergelijken met die van een virtuele AVA. Daarnaast zal ik onderzoeken welke baten een AVA voortbrengt en welke extra baten er bij een VGM te verwachten zijn. Ik zal voor deze analyse gebruik maken van de meest relevante rechtseconomische inzichten en empirische onderzoeken. Na deze analyse kan er een antwoord worden gegeven op de vraag of een VGM efficiënt en economisch verantwoord is.

## HOOFDSTUK 1

Aansluitend hierop zal ik in het zevende hoofdstuk de vraag beantwoorden welke invloed de virtuele aandeelhoudersvergadering heeft op de corporate democracy. Eerst zal de vergelijking met de politieke democratie worden gemaakt om daarna de voorwaarden voor een goede corporate democracy te beschrijven. Omdat de belangrijkste actoren op een AVA de aandeelhouders zelf zijn, zal ik vervolgens onderzoeken welke typen aandeelhouders er bestaan en welke belangen zij nastreven. Daarnaast zal ik een blauwdruk schetsen van de VGM om zo een helder beeld te verkrijgen over hoe de oproeping, informatieverstrekking, documentatie en handhaving van de vergaderorde bij de VGM kan geschieden. De positie die de betrokken partijen, zoals banken, bestuur en aandeelhouders, in dit geheel innemen zal ik bespreken teneinde voor elke betrokken partij de gevolgen van de VGM duidelijk te krijgen.

In hoofdstuk acht zal ik een rechtsvergelijkend onderzoek met Delaware uitvoeren. Een groot deel van de beursgenoteerde Amerikaanse vennootschappen is opgericht naar het recht van Delaware. Daarnaast kent Delaware sinds 2000 vennootschappen de mogelijkheid toe om de vergadering virtueel te organiseren. Het is daarom erg interessant om te onderzoeken hoe de relevante regelgeving luidt en wat de in Delaware opgedane ervaringen zijn met de VGM.

Hoofdstuk negen is ingeruimd voor een rechtsvergelijkend onderzoek met Denemarken. Denemarken is het eerste, en naar mijn weten tevens het enige, Europese land waar de wetgever de virtuele aandeelhoudersvergadering wettelijk heeft gefaciliteerd. Het is om die reden dat een nadere bestudering van de relevante Deense regelingen en ervaringen bijzonder interessant is. Daarnaast is Denemarken op economisch, cultureel en juridisch gebied goed met Nederland te vergelijken. Zowel de Deense als de Nederlandse economie is bijvoorbeeld exportgericht, heeft een sterke tertiaire sector en behoort tot de sterkste ter wereld. Op cultureel gebied kennen beide landen een vergelijkbare protestantse invloed en zij worden al decennialang door overwegend christen-democratische regeringen geregeerd. Op juridisch gebied worden beide landen vanuit Brussel, Luxemburg en Straatsburg beïnvloed door respectievelijk Europese regelgeving en jurisprudentie. Daarnaast lijken de juridische figuren die Nederland en Denemarken gebruiken als publieke vennootschap sterk op elkaar en kennen beide landen vergelijkbare corporate governance discussiepunten en opvattingen.

In hoofdstuk tien zal ik de leerpunten uit deel I, Delaware en Denemarken analyseren om tot een aantal aanbevelingen voor een voorstel voor een wetwijziging te komen. Deze wetwijziging zal ik uitvoerig toelichten om het draagvlak zo groot mogelijk te maken en mogelijke bedenkingen te weerleggen.

Het laatste hoofdstuk is hoofdstuk elf. Hierin zal ik terugblikken, resumeren, conclusies trekken en waar nodig een aanbeveling tot verder onderzoek doen.

## *Hoofdstuk 2*

# Vennootschapsrechtelijke aspecten

Om de centrale onderzoeksvraag van deze studie volledig en adequaat te kunnen beantwoorden is het noodzakelijk om eerst de huidige vennootschapsrechtelijke regelingen omtrent het functioneren van de AVA goed in kaart te brengen. Het doel hiervan is om een duidelijk overzicht te verkrijgen van de regelgeving en de praktijk zodat eventuele vennootschapsrechtelijke knelpunten met betrekking tot de VGM gesignaleerd kunnen worden. Ik begin met een algemene paragraaf over de juridische macht en bevoegdheden van de AVA, waarna ik vervolgens op specifieke thema's zoals oproeping, agendering en stemrecht zal ingaan. Deze thema's zijn gekozen vanwege hun relevantie voor de virtuele aandeelhoudersvergadering of vanwege hun belang voor een goed inzicht in het functioneren van de AVA. Afhankelijk van het thema, bestaat die relevantie uit de noodzaak voor een goed begrip van het functioneren van de AVA of uit de aanwezigheid van een knelpunt voor de VGM.

## 2.1 Juridische macht van de AVA

De algemene vergadering van aandeelhouders is, naast het bestuur en de raad van commissarissen, één van de organen van de vennootschap. Aandeelhouders hebben als kapitaalverschaffers van een vennootschap een aantal bevoegdheden.<sup>1</sup> Enkele van deze bevoegdheden kunnen individueel worden uitgeoefend, maar het overgrote deel wordt uitgeoefend in de algemene vergadering van aandeelhouders. De bevoegdheden van de AVA worden door de wet en binnen de grenzen van de wet door de statuten bepaald. Gezien de bepalingen van afdeling 4 titel 4 van Boek 2 BW is de algemene vergadering van aandeelhouders een machtig orgaan binnen de vennootschap. Deze afdeling begint met een zogenaamde kapstokbepaling: "Aan de algemene vergadering van aandeelhouders behoort, binnen de door de wet en de statuten gestelde grenzen, alle bevoegdheid die niet aan het bestuur of aan anderen is toegekend."<sup>2</sup> Dwingendrechtelijk schrijft de wet voor dat de bevoegdheid tot wijziging van de statuten en tot ontbinding van de vennootschap bij de algemene vergadering van aandeelhouders berust. Dit geldt

- 
1. Rechten van aandeelhouder zijn individueel, als groep of op de AVA uit te oefenen. Zie voor een volledig overzicht: Slagter 2005, p. 307.
  2. Artikel 2:107 lid 1 BW.

## HOOFDSTUK 2

eveneens voor fusie, splitsing, omzetting, kapitaalvermindering en vaststelling jaarrekening en in zekere mate ook voor oprichting van een vennootschap. Bij vennootschappen die geen of een verzwakt structuurregime kennen is de algemene vergadering van aandeelhouders tevens wettelijk bevoegd om de bestuurders en minimaal tweederde deel van de commissarissen te benoemen, te schorsen of te ontslaan. Daarnaast heeft de aandeelhoudersvergadering op basis van artikel 2:107a BW een goedkeuringsrecht omtrent voorstellen die de identiteit of het karakter ingrijpend wijzigen. De ratio hierachter is dat aandeelhouders c.q. beleggers bij hun investeringskeuze voor een bepaalde vennootschap kiezen gezien de activiteiten van die onderneming. Alvorens het bestuur een voorstel kan uitvoeren om die activiteiten en daarmee het karakter van de vennootschap te veranderen, dient de AVA hier in meerderheid mee akkoord te zijn. Het is echter niet geheel duidelijk wanneer er sprake is van een “belangrijke verandering van de identiteit of het karakter”.<sup>3</sup> De in lid 1 beschreven situaties nemen deze onduidelijkheid slechts gedeeltelijk weg. De onduidelijkheid omtrent de uitleg van 2:107a BW zou kunnen leiden tot overdreven voorzichtigheid<sup>4</sup> of vele procedures.<sup>5</sup>

Naast de beschreven dwingendrechtelijke bevoegdheden kunnen aan de algemene vergadering van aandeelhouders ook in de statuten vele bevoegdheden worden toegekend. Tenzij de statuten anders bepalen is de AVA het bevoegde orgaan om emissie, intrekking, inkoop en verkoop van aandelen goed te keuren.

Daarnaast kan ingevolge het vierde lid van artikel 2:129/239 BW worden bepaald dat het bestuur is gehouden om aanwijzingen van een orgaan, bijvoorbeeld de AVA, betreffende algemene lijnen van het te voeren beleid, op te volgen.<sup>6</sup> In de statuten moet worden aangegeven op welke terreinen deze aanwijzingen betrekking hebben.<sup>7</sup> De meningen zijn verdeeld over de vraag of het toegestaan is om statutair een concrete instructiebevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders jegens het bestuur op te nemen.<sup>8</sup> In de praktijk komt het echter redelijk vaak voor dat een moedervennootschap – formeel op basis van haar rechten als aandeelhouder – concrete instructies geeft aan het bestuur van haar dochtervennootschap.

---

3. Zie: Josephus Jitta 2002, p. 74.

4. Brink 2002, p. 113.

5. Zie bijvoorbeeld de beschikkingen van de Ondernemingskamer en van de Hoge Raad inzake de verkoop van LaSalle door ABN/AMRO: OK 3 mei 2007, RO 2007, 53 en HR 13 juli 2007, L/JN: BA7970.

6. Zie over de instructiebevoegdheid en bestuurszelfstandigheid onder meer: Huizink 1989, p. 27 en de daar aangehaalde rechtspraak en literatuur. Zie tevens Gepken-Jager 2001, p. 13-19.

7. De voorloper van deze bepaling in de Departementale richtlijnen 1986 (§ 9 vierde alinea), beperkte de beleidsterreinen ten aanzien waarvan aanwijzingen konden worden gegeven, tot het financiële, sociale, economische en personeelsbeleid. De wet bevat een dergelijke beperking niet: het kan gaan om alle beleidsterreinen, mits statutair vermeld. Zie: Bartman en Dorresteyn 2003, p. 71-85.

8. Zie enerzijds Van den Ingh 2002, p. 27, anderzijds De Kluiver en Meinema 2002, p. 654 e.v.



Er is nog weinig rechtspraak over de uitleg van artikel 2:129/239 lid 4 BW, doch in de rechtspraak<sup>9</sup> wordt aan het onderscheid tussen algemene of concrete instructie geen waarde gehecht.<sup>10</sup> Het bestuur heeft een eigen bevoegdheid en verantwoordelijkheid met betrekking tot het besturen van een vennootschap, en is op basis hiervan niet gehouden een instructie op te volgen die in strijd is met het – concernrechtelijk gekleurde – vennootschappelijk belang. Daar waar het opvolgen van de instructie door het bestuur onbehoorlijke taakvervulling oplevert, vinden de instructiemacht en -bevoegdheid hun grens.<sup>11</sup> Desalniettemin heeft de algemene vergadering van aandeelhouders in het statutair instructierecht een belangrijk middel om beslissingen van het bestuur sterk te beïnvloeden.

Wanneer we de bevoegdheden van de AVA opgesomd zien, kunnen we concluderen dat de AVA de hoogste macht is en dat de algemene vergadering van aandeelhouders de uiteindelijke macht uitoefent. Een belangrijke beperking van haar bevoegdheid is dat de algemene vergadering van aandeelhouders zich niet mag begeven op het door de wet aan het bestuur voorbehouden terrein. Deze beperking vloeit voort uit de scheiding van de aandeelhoudersfunctie en de bestuursfunctie.<sup>12</sup> De Hoge Raad heeft in het *Forumbank*-arrest<sup>13</sup> bepaald dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar bevoegdheidsgrenzen niet mag overschrijden en overweegt: “*dat in deze stelling (...) echter wordt voorbijgezien dat ook de algemene vergadering de bij de wet en de statuten getrokken grenzen harer bevoegdheid niet mag overschrijden en dat het Hof, in cassatie onbestreden, (...) heeft vastgesteld dat de inkoop van eigen aandelen uitsluitend tot de bevoegdheid van de directie behoort*”. De Hoge Raad overweegt hiermee in feite niets anders

- 
9. Hof Amsterdam (OK), 13 maart 2003, *JOR* 2003, 85 (*Corus*) en Pres. Rb. Den Haag 7 augustus 2002, *JOR* 2002/173 (*Babcock*). In deze zaak was er sprake van een concrete instructie. De voorzieningenrechter maakte echter geen onderscheid tussen algemene en concrete instructies, maar beoordeelde de instructie inhoudelijk. Deze zaak speelde na de invoering van art. 2:239 lid 4 BW. Zie voor eerdere uitspraken: HR 21 december 2001, *JOR* 2002/38 (*SOBI/Hurks*) en Pres. Rb. Arnhem 10 december 1987, *KG* 1988, 37 (*Amstelland*).
  10. In het kader van het flexibiliseren van het BV-recht heeft de Expertgroep zich uitgesproken voor het opheffen van het onderscheid tussen concrete en algemene aanwijzingen. Een andere aanbeveling is dat expliciet wordt opgenomen dat het bestuur niet gehouden is instructies op te volgen die in strijd zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Zie: Rapport Vereenvoudiging en Flexibilisering van het Nederlandse BV-recht, p. 35. Beide aanbevelingen zijn opgenomen in het wetsontwerp tot wijziging van Boek 2 (Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht), *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058.
  11. HR 26 oktober 2001, *JOR* 2002/2 (*Juno*) en OK 9 maart 2000, *JOR* 2000/99 (*Willem III*). Het concernbelang is één van de belangen die het bestuur moet afwegen, maar het kan niet doorslaggevend zijn. Het strookt niet altijd met een behoorlijke taakvervulling dat het bestuur van een dochter gehouden zou zijn om instructies van de moeder op te volgen.
  12. Zie voor een analyse van deze scheiding van functies: Kraakman 2004, p. 11.
  13. HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43 (*Forumbank*).

## HOOFDSTUK 2

dan dat de algemene vergadering van aandeelhouders aan de wet en statuten gebonden is.<sup>14</sup>

Resumerend kunnen we stellen dat de algemene vergadering van aandeelhouders een aantal specifieke bevoegdheden heeft. Een deel van deze bevoegdheden kan statutair bij een ander orgaan worden neergelegd, een deel ook niet. Wanneer de AVA echter haar wettelijk toebedeelde bevoegdheden behoudt, heeft zij de ultimatieve macht, in het bijzonder doordat ze commissarissen en, afhankelijk van de toepasselijkheid van het structuurregime, bestuurders kan benoemen en ontslaan. Hierdoor speelt ze een belangrijke rol in de machtsuitoefening binnen de vennootschap. Deze machtsuitoefening is gelimiteerd door de wet en statuten doordat de AVA zich niet mag begeven op terreinen die de wetgever aan andere organen heeft voorbehouden.

### 2.2 Oproeping

Aangezien aandeelhouders het overgrote deel van hun bevoegdheden slechts in de AVA kunnen uitoefenen, vereist artikel 2:108 BW dat er jaarlijks ten minste één vergadering wordt gehouden. De bevoegdheid om de aandeelhouders ter vergadering bijeen te roepen berust bij het bestuur en de raad van commissarissen. Bij de statuten kan deze bevoegdheid mede aan anderen worden verleend. De bevoegdheid tot oproepen kan het bestuur en de raad van commissarissen echter niet worden ontnomen. De bevoegdheid tot bijeenroeping is tegelijkertijd ook een verplichting, wanneer het gaat om een door de wet of de statuten voorgeschreven algemene vergadering.<sup>15</sup>

De oproeping dient minstens vijftien dagen voor de dag van de vergadering te geschieden. Als deze termijn korter is of als de oproeping in zijn geheel niet heeft plaatsgevonden leidt dit tot vernietigbaarheid op grond van artikel 2:15 lid 1 sub a BW van de op de AVA genomen besluiten, tenzij wordt besloten met algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele kapitaal vertegenwoordigd is. Mededelingen die krachtens de wet of de statuten aan de algemene vergadering moeten worden gericht, kunnen geschieden door opneming in de oproeping of ten kantore van de vennootschap worden neergelegd, mits hiervan in de oproeping melding van wordt gemaakt.

---

14. De uitspraak van de Hoge Raad in het *Forumbank*-arrest is in lijn met het *Eugen Mehler* arrest, waarin werd beslist dat de kracht der statuten zelfs niet kan worden gebroken door een eenstemmig besluit waaraan alle aandeelhouders hebben meegewerkt. HR 8 april 1938, *NJ* 1938, 1076 (*Eugen Mehler*).

15. Dit is onder andere het geval bij een sterke vermogensdaling. Artikel 2:108a BW bepaalt dat drie maanden nadat het voor het bestuur aannemelijk is dat het eigen vermogen van de NV is gedaald tot een bedrag gelijk aan of lager dan de helft van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, een algemene vergadering moet worden gehouden ter bespreking van zo nodig te nemen maatregelen.

Indien het bevoegd orgaan in gebreke blijft in de oproeping, kan iedere aandeelhouder ingevolge artikel 2:112/222 BW door de voorzieningenrechter tot de oproeping gemachtigd worden. De voorzieningenrechter van de rechtbank verleent, na verhoor of oproeping van de naamloze vennootschap, de verzochte machtiging, indien de verzoekers summierlijk hebben doen blijken, dat de gestelde voorwaarden zijn vervuld, en dat zij een redelijk belang hebben bij het houden van de vergadering.<sup>16</sup> De voorzieningenrechter van de rechtbank stelt de vorm en de termijnen voor de oproeping tot de algemene vergadering vast. Hij kan tevens iemand aanwijzen, die met de leiding van de algemene vergadering zal zijn belast. Naast het doen van een machtigingsverzoek aan de voorzieningenrechter door een aandeelhouder, kan naleving van de plicht tot bijeenroeping van de algemene vergadering door een aandeelhouder niet in rechte worden gevorderd. Het is echter niet geheel uitgesloten dat een andere belanghebbende, zoals een crediteur of de OR, een vordering instelt teneinde een AVA, waarin een bepaald onderwerp aan de orde wordt gesteld, gedwongen te doen plaatsvinden.<sup>17</sup>

Naast gewone aandeelhoudersvergaderingen kan er ook voor een buitengewone vergadering (afgekort "BAVA") worden opgeroepen. De oproeping voor een buitengewone vergadering kan door het bestuur geschieden maar ook door aandeelhouders of certificathouders die ten minste 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Deze laatsten moeten, ingevolge artikel 2:110 BW, eerst het bestuur of de commissarissen schriftelijk verzoeken de AVA binnen zes weken bijeen te roepen. Indien aan dit verzoek niet wordt voldaan, dan kunnen deze aandeelhouders een verzoek tot machtiging richten aan de president van de rechtbank om zelf een BAVA uit te schrijven.

De oproeping van aandeelhouders en houders van certificaten geschiedt door aankondiging in een landelijk verspreid dagblad. De statuten kunnen bepalen dat de houders van aandelen op naam worden opgeroepen door middel van oproepingsbrieven gericht aan de adressen van die aandeelhouders zoals deze zijn vermeld in het aandeelhoudersregister.<sup>18</sup>

Sinds 1 januari 2007 heeft de wetgever het gebruik van moderne communicatiemiddelen als oproepingmedia toegestaan.<sup>19</sup> Indien de statuten dit mogelijk maken kunnen aandeelhouders aan toonder en certificathouders worden opgeroepen door een langs elektronische weg openbaar gemaakte aankondiging, die tot aan de algemene vergadering rechtstreeks en permanent toegankelijk is. Door deze mogelijkheid is een belangrijk obstakel voor de virtuele aandeelhoudersver-

---

16. De op deze wijze gedane oproeping is rechtsgeldig, ook indien mocht blijken dat de machtiging ten onrechte was verleend. Artikel 2:117 lid 2 BW.

17. Pres. Rb. Breda 24 december 1987, *KG* 1988, 56.

18. Artikel 2:113 BW.

19. De oproeping per e-mail en de aankondiging op de vennootschappelijke website stellen vennootschappen in de gelegenheid om kosten te besparen. In de Kamerstukken werd een totaal aan oproepingskosten te besparen bedrag van 69 miljoen euro per jaar genoemd. *Kamerstukken II* 2005/06, 30 019, nr. 7, p. 4.

## HOOFDSTUK 2

gadering weggenomen. Houders van certificaten en aandelen op naam kunnen, indien zij hiermee instemmen én de statuten zich hiertegen niet verzetten, opgeroepen worden door een langs elektronische weg toegezonden leesbaar en reproduceerbaar bericht aan het adres dat door hen voor dit doel aan de vennootschap is bekendgemaakt. Indien een aandeelhouder zijn e-mailadres bekendmaakt aan de vennootschap is er sprake van instemming.

### 2.3 Agendering

Het opstellen van de agenda voor de algemene vergadering van aandeelhouders gebeurt over het algemeen door het orgaan dat ook de aandeelhouders oproept. Bij de oproeping worden de te behandelen onderwerpen vermeld of wordt medegedeeld dat de aandeelhouders en/of de certificaathouders er op kantoor van de vennootschap kennis van kunnen nemen. Ook dient ingevolge artikel 2:123 BW een voorstel tot statutenwijziging te worden vermeld. Omtrent onderwerpen waarvan de behandeling niet bij de oproeping of op dezelfde wijze is aangekondigd met inachtneming van de voor de oproeping gestelde termijn, kan niet wettig worden besloten, tenzij het besluit zonder tegenstem wordt aangenomen in een vergadering, waarin het gehele geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is. Is niet het gehele kapitaal vertegenwoordigd of wordt niet met algemene stemmen besloten, dan is het besluit vernietigbaar wegens strijd met wettelijke of statutaire bepalingen die het tot stand komen van besluiten regelen. Deze bepaling is onder andere opgenomen om ‘een-tweetjes’ tussen het bestuur en de in de vergadering aanwezige aandeelhouders uit te sluiten.

Sinds 1 oktober 2004<sup>20</sup> hebben aandeelhouders die tenminste één procent van het geplaatste kapitaal van een vennootschap bezitten, dan wel houders van genoteerde aandelen of certificaten met een minimale beurswaarde van vijftig miljoen euro, het recht om het bestuur te verzoeken om onderwerpen op de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders te doen plaatsen. Het bestuur hoeft niet aan het verzoek te voldoen indien een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich hiertegen verzet. Deze wetswijziging geeft aandeelhouders een belangrijk instrument in handen om invloed op het bestuur uit te oefenen.<sup>21</sup>

---

20. Wetsvoorstel 28 179, *Stb.* 2004, 370. Vóór 1 oktober 2004 hadden aandeelhouders, tenzij de statuten de agenderingsbevoegdheid toekenden, niet de bevoegdheid om bepaalde onderwerpen op de agenda te doen plaatsen. Dit was niet anders wanneer aandeelhouders zich in meerdere of mindere mate groepeerden.

21. Het agenderingsrecht mag zich de laatste tijd verheugen in veel belangstelling van wetenschap en wetgever. Zo heeft de Minister van Financiën na advisering door de Monitoring Commissie Corporate Governance Code op 3 januari 2008 een wetsvoorstel ter consultatie openbaar gemaakt waarin de drempel om te agenderen wordt verhoogd van 1 naar 3%. Zie: Consultatiedocument corporate governance 2008, p. 5.

## 2.4 Plaats van vergaderen

Artikel 2:116/226 BW bepaalt dat de algemene vergadering van aandeelhouders wordt gehouden in Nederland, ter plaatse bij de statuten vermeld, of anders in de gemeente waar de vennootschap haar woonplaats heeft.<sup>22</sup> Deze bepalingen hebben tot doel te voorkomen dat de “heerschende machten” de vergaderplaats zo kiezen dat slechts weinig aandeelhouders aanwezig kunnen zijn.<sup>23</sup> Wordt de vergadering elders gehouden, dan kunnen wettige besluiten slechts genomen worden, indien het gehele geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is. Het is hiervoor niet noodzakelijk dat de vergadering voltallig is op het moment dat het besluit wordt genomen. Gezien de ratio van dit artikel is voldoende dat alle stemgerechtigden, op het ogenblik dat het besluit werd genomen of voordien, ter vergadering in persoon of door vertegenwoordiger aanwezig zijn geweest.<sup>24</sup>

Met deze territoriale eis wordt het Nederlandse karakter van de vennootschap benadrukt. Het is de vraag of ook buiten Nederland rechtsgeldig besloten kan worden. Voûte<sup>25</sup> en Van der Heijden/Van der Grinten<sup>26</sup> zijn van mening dat besluiten genomen in een buiten Nederland gehouden vergadering vernietigbaar zijn, zelfs indien de vergadering voltallig is. Asser/Maeijer<sup>27</sup> en Van Schilfgaarde/Winter<sup>28</sup> zijn het daar niet mee eens. Volgens hen impliceert de tweede volzin van artikel 2:116/226 BW dat ook geldig kan worden besloten in een vergadering buiten Nederland mits de vergadering voltallig is. Mijns inziens heeft de wetgever getracht om een uitzonderingsituatie op het territoriteitsbeginsel te creëren door besluitvorming in het buitenland mogelijk te maken mits het gehele aandelenkapitaal vertegenwoordigd is. Het antwoord op de vraag of er in het buitenland met een voltallige vergadering rechtsgeldige besluiten kunnen worden genomen, is overigens voor beursvennootschappen niet relevant aangezien bij een verspreid aandelenbezit een voltallige vergadering niet waarschijnlijk is.

### 2.4.1 *Knelpunt*

In hoofdstuk één hebben we gezien welke voordelen de virtuele vergadering met zich mee kan brengen. Alle betrokkenen binnen de vennootschap, waar ter wereld zij zich ook bevinden, kunnen op betrekkelijk goedkope wijze deelnemen aan de vergadering. Zij hoeven zich bovendien niet allemaal tegelijk achter de computer

22. Artikel 1:10 lid 2 BW: Een rechtspersoon heeft zijn woonplaats ter plaatse waar hij volgens wettelijk voorschrift of volgens zijn statuten of reglementen zijn zetel heeft.

23. Zie de MvT op het ontwerp van wet (Novelle), ingediend bij Koninklijke Boodschap van 21 januari 1929. Uitgave Belinfante, 1929, p. 79.

24. Rb. Maastricht 17 juni 1937, *NJ* 1938, 42. Anders: Noldus 1982, p. 82 e.v.

25. Voûte 1983, p. 1210 e.v.

26. Van der Grinten 1992, nr. 211.

27. Asser/Maeijer 2-III, nr. 270.

28. Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 63 en Sanders/Westbroek 1998, p. 230.

## HOOFDSTUK 2

te bevinden, aangezien een virtuele aandeelhoudersvergadering eventueel ook enkele dagen zou kunnen duren. Hiermee wordt de drempel voor het deelnemen aan de AVA sterk verlaagd, wat kan leiden tot een hogere participatie en een sterkere betrokkenheid van aandeelhouders bij de besluitvorming van de vennootschap. Aangezien artikel 2:116/226 BW uitgaat van een fysieke bijeenkomst, is het twijfelachtig of een aandeelhoudersvergadering die uitsluitend virtueel plaatsvindt voldoet aan het wettelijke vereiste dat de AVA in een plaats in Nederland moet worden gehouden. Omdat de vergadering elektronisch plaatsvindt, is onduidelijk op welke plaats de vergadering eigenlijk gehouden wordt. Toenmalig Minister van Justitie Donner heeft alle onduidelijkheid weggenomen door in de Memorie van Toelichting (afgekort “MvT”) te stellen dat een aandeelhoudersvergadering fysiek moet plaatsvinden:

*‘Een fysieke bijeenkomst, waarbij bestuurders en commissarissen persoonlijk aandeelhouders ontmoeten, rechtstreeks verantwoording afleggen over hun beleid en hun voorstellen direct verdedigen, heeft een betekenisvolle rol in de gehele procedure van gedachtevorming, beraadslaging en besluitvorming door aandeelhouders. Gelet op de waarborgen die gediend worden met een fysieke bijeenkomst en de functie van algemene vergadering van aandeelhouders als plaats van discussie, verantwoording en besluitvorming, bestaat geen aanleiding het vereiste van een fysieke vergadering te verlaten.’<sup>29</sup>*

De bepalingen in Boek 2 BW die zien op een fysieke bijeenkomst belemmeren aldus de virtuele aandeelhoudersvergadering die geheel via internet plaatsvindt. Ongeacht of de overwegingen van de minister inhoudelijk juist zijn, is het hiermee duidelijk geworden dat een virtuele aandeelhoudersvergadering vooralsnog niet wettelijk mogelijk is. Aangezien het van het grootste belang is dat de rechtsgeldigheid van de VGM en de besluitvorming gewaarborgd is, is het voor de toepassing van de VGM noodzakelijk dat de wetgever artikel 2:116/226<sup>30</sup> BW aanpast. In hoofdstuk tien zal ik een aanbeveling voor een wetswijziging doen. Om een dergelijke wetswijziging van kracht te laten worden, dient een Kamermeerderheid en bij voorkeur ook de steun van de betrokken minister aanwezig te zijn. Steun van de betrokken minister lijkt aanwezig te zijn daar de huidige Minister van Justitie, Hirsch Ballin, mij in een persoonlijk onderhoud heeft laten weten dat hij de VGM een ‘bijzonder interessant concept’ vindt.<sup>31</sup>

29. *Kamerstukken II* 2004/05, 30 019, nr. 3 (MvT), p. 6-7.

30. Het wetsvoorstel vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht biedt weliswaar verruimde mogelijkheden om de AVA buiten Nederland te houden, maar gaat nog steeds uit van een fysieke bijeenkomst in Nederland of het buitenland. Zie TK 2006/07, 31058, nr. 2, p. 17. Om een VGM voor een BV mogelijk te maken zal dus artikel 2:226 BW gewijzigd moeten worden.

31. Hirsch Ballin verzocht mij om hem een exemplaar van dit boek toe te zenden ter nadere bestudering door hem en zijn ambtenaren. Uit dit verzoek concludeer ik dat er oprechte interesse is. Uiteraard zal ik aan dit verzoek voldoen.

## 2.5 Afschriften en raadpleegbaarheid van documenten

Een verplichting tot het vooraf toezenden van vergaderstukken kent Boek 2 BW niet. Wel vereist de wet op diverse plaatsen<sup>32</sup> dat stukken en mededelingen ten behoeve van de AVA gedurende bepaalde tijd ter inzage moeten worden gelegd ten kantore van de vennootschap, en dat belanghebbenden daarvan een afschrift moeten kunnen verkrijgen.<sup>33</sup> Dit veronderstelt een fysiek document, waarvan een fysiek afschrift verkregen moet kunnen worden.<sup>34</sup> De verschaffing van documenten kan tegelijk met de oproeping geschieden. Indien elektronisch wordt opgeroepen, kunnen de mededelingen die krachtens wet of statuten aan de AVA moeten worden gericht, volgens artikel 2:114 lid 3/224 lid 3 BW geschieden door opnemning in de elektronische oproeping óf door het stuk ten kantore van de vennootschap neer te leggen en dit in de oproeping te vermelden. Het ter inzage leggen en het verstrekken van een afschrift van documenten heeft tot doel de aandeelhouder in staat te stellen zich die informatie te verschaffen die voor hem relevant is om zijn bevoegdheden (tijdens de AVA) te kunnen uitoefenen. Hij moet kunnen vertrouwen op de juistheid van de informatie en zich ook op deze informatie kunnen beroepen. De aandeelhouder heeft namelijk geen verificatierecht. Hij heeft niet het recht tot kennisneming van boeken en bescheiden van de vennootschap. Hij heeft geen recht tot toegang van panden van de vennootschap behalve ter kennisneming van aldaar ter inzage neergelegde stukken; een verder bezichtigingsrecht komt hem ook niet toe.

Het feit dat de hierboven besproken bepalingen uit lijken te gaan van fysieke documenten staat eraan in de weg dat vennootschappen aan hun verplichtingen tot het ter inzage leggen en het afgeven van afschriften, eveneens kunnen voldoen door de betreffende documenten *uitsluitend* in elektronische vorm via de website van de vennootschap raadpleegbaar te maken. Dit betekent dat vennootschappen de verschillende documenten in fysieke vorm ten kantore moeten aanhouden en daarvan desgevraagd in fysieke vorm afschriften moeten verstrekken. Slechts indien een vennootschap alleen aandelen op naam heeft én elke aandeelhouder akkoord is met elektronische oproeping, kan de vennootschap alle documenten bij de elektronische oproeping voegen.

32. Zie de artikelen 2:101/210 lid 1, 102/212, 114/224 lid 3, 120/230 lid 4 en 123/233 lid 2 en 3 BW.

33. Het verkrijgen van een afschrift geschiedt over het algemeen kosteloos, doch in enkele gevallen mag ten hoogste de kostprijs in rekening worden gebracht. Zie de artikelen 2:102 en 123 lid 3 BW.

34. Vergelijk de jaarrekening die door bestuurders en commissarissen ondertekent moet worden (Artikel 2:101 lid 2/210 lid 2 BW). Hiermee is bedoeld een handgeschreven handtekening op een fysiek document. Een fysiek document voorzien van echtheidskenmerken, zoals ondertekening, stempels van authentiek afschrift en dergelijke, kan de aandeelhouder meer zekerheid geven omtrent de betrouwbaarheid en de inroepbaarheid van de informatie.

## HOOFDSTUK 2

Naast het feit dat het ter inzage leggen en het verstrekken van afschriften extra kosten betekenen, lijken papieren documenten niet echt te passen bij een virtuele aandeelhoudersvergadering. Er is geen wetsartikel dat zich verzet tegen het online zetten van alle relevante vergaderdocumenten, maar daarmee voldoet een vennootschap nog niet aan haar verplichting ingevolge artikel 2:114 lid 3/224 lid 3 BW. Om aan deze verplichting te voldoen zal ze ook papieren exemplaren van de documenten ter kantore moeten bewaren. Aangezien aan deze eis eenvoudig is te voldoen en de kosten hiervan waarschijnlijk gering zullen zijn, is er wat betreft de raadpleegbaarheid van documenten in relatie tot de VGM geen knelpunt te signaleren.

### 2.6 Vergaderrecht

Ingevolge artikel 2:117/227 BW is iedere aandeelhouder bevoegd de vergadering bij te wonen, daarin het woord te voeren en het stemrecht uit te oefenen. Ook houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen zijn gerechtigd de vergadering bij te wonen en het woord te voeren. Het uitoefenen van de vergaderrechten kan in persoon of bij een schriftelijke gevolmachtigde. De statuten van de vennootschap kunnen de bevoegdheid van de aandeel- of certificaathouder om zich te laten vertegenwoordigen beperken, doch mogen niet voorzien in een beperking van de vertegenwoordigingsbevoegdheid indien deze wordt uitgeoefend door een advocaat, (kandidaat-)notaris, registeraccountant of accountant-administratieconsulent. De statuten kunnen bepalen dat een aandeelhouder niet gerechtigd is tot deelname aan de algemene vergadering van aandeelhouders zolang hij in gebreke is te voldoen aan een wettelijke of statutaire verplichting.

Het vergaderrecht is tevens toebedeeld aan pandhouders en vruchtgebruikers van aandelen, die tevens stemrecht hebben. Pandhouders en vruchtgebruikers die geen stemrecht hebben, kunnen niettemin vergaderrecht hebben, tenzij dit hen bij de vestiging of de overdracht van het vruchtgebruik of bij de statuten der vennootschap wordt onthouden.<sup>35</sup> Bestuurders en commissarissen van de vennootschap hebben in de algemene vergadering van aandeelhouders een raadgevende stem.<sup>36</sup> Ook in het geval dat zij niet over aandelen van de vennootschap beschikken, hebben zij aldus wel vergaderrecht. Door middel van dit spreekrecht kan de AVA, ook door een niet-aandeelhouder, worden beïnvloed.<sup>37</sup>

Aandeel- of certificaathouders kunnen hun vergadergerechtigdheid bewijzen door aandeel- of certificaatbewijzen, reçu's of depotbewijzen afgegeven door een

---

35. Artikel 88 lid 4 BW.

36. In paragraaf 2.9.5 zal ik verder ingaan op de raadgevende stem van de bestuurders en commissarissen.

37. Zie over de invloed van vergadergerechtigden zonder stemrecht op de besluitvorming in de algemene vergadering: Schwarz 1995, p. 61.



bank. Uit de wetsbepaling en uit de bevestiging van de Hoge Raad<sup>38</sup> blijkt dat artikel 2:117/227 BW ten doel heeft de bevoegdheden van de aandeelhouders niet te beperken doch juist tot hun recht te laten komen. Hieruit volgt dat er in de regel, tenzij uit de statuten anders voortvloeit, geen verplichting is om bij niet-naleving van de depotbepaling de toegang tot de vergadering aan de aandeelhouder te ontfeggen. Ook indien de depotverplichting redelijkerwijs niet kon worden nagekomen, doch de aandeelhouder zich overigens genoegzaam weet te legitimeren, kan de aanvullende of corrigerende werking van de redelijkheid en billijkheid meebrengen dat de aandeelhouder toch tot de AVA dient te worden toegelaten. De aandeelhouder heeft dan niet zijn aandelenbezit bewezen en hem kan het stemrecht worden onthouden, maar hij kan toch de vergadering zijn zienswijze laten blijken door zijn vergaderrecht. Daarnaast kan de voorzitter van de vergadering besluiten om deze aandeelhouder alleen toegang te geven en geen recht om het woord te voeren. In de praktijk laten vennootschappen geïnteresseerden redelijk soepel toe en is de toegangscontrole niet bijzonder streng.<sup>39</sup> Formeel niet vergadergerechtigden, zoals bijvoorbeeld financieel journalisten, worden vrijwel altijd toegelaten.

Ook bij een virtuele aandeelhoudersvergadering is het, net als bij een fysieke vergadering, van groot belang dat alle vergadergerechtigden onbelemmerd toegang tot de vergadering hebben om deel te nemen aan de beraadslagingen. Daarnaast zouden journalisten en financieel analisten, hoewel officieel geen vergadergerechtigden, toegang tot de vergadering moeten krijgen. In hoofdstuk zeven zal ik hier nader op ingaan.

## 2.7 Stemrecht

Het stemrecht is een onderwerp dat vanuit verschillende perspectieven kan worden belicht. Alvorens in te gaan op de omvang van het stemrecht zal ik kort de aan- of afwezigheid van het stemrecht bij twee beperkte rechten, te weten pandrecht en vruchtgebruik, behandelen. Ook zal ik kort aandacht besteden aan certificaten. Het is belangrijk om aan pandhouders, vruchtgebruikers en certificaathouders aandacht te besteden aangezien deze groep wél stemrecht heeft maar géén aandeelhouder is.

---

38. HR 19 december 1952, NJ 1953, 464: De Hoge Raad besliste in deze zaak dat met een procesverbaal van deponering van de aandelen ter griffie van de rechtbank kon worden volstaan.

39. Uit navraag bij experts en de praktische ervaring van de auteur blijkt dat het vragen om een legitimatiebewijs zeker geen standaard is. Daarnaast is het depotbewijs veelal een uitgeprinte pagina zonder echtheidskenmerken. Het namaken/vervalsen van een depotbewijs lijkt mij dan ook bijzonder eenvoudig. Het gemak waarmee een depotbewijs nagemaakt kan worden en het gebrek aan legitimatiecontrole zijn tekenend voor de ‘open toegang’.

## HOOFDSTUK 2

### 2.7.1 *Aanwezigheid stemrecht*

Aandeelhouders komt het stemrecht op aandelen toe. Het stemrecht is een onzelfstandig recht dat niet voor overdracht los van het aandeel vatbaar is. Slechts door vestiging van een beperkt recht op het aandeel – pand en vruchtgebruik – kan het stemrecht aan een ander dan de eigenaar van het aandeel toekomen.<sup>40</sup> De pandhouder zal in bepaalde gevallen, bijvoorbeeld als de pandgever in de nakoming van zijn verplichtingen tekortschiet, het stemrecht willen uitoefenen om zo invloed op de besluitvorming in de vennootschap te kunnen uitoefenen.<sup>41</sup> Bij de vestiging van een vruchtgebruik of pandrecht op een aandeel, kan het stemrecht, krachtens artikel 2:88/197 BW respectievelijk 2:89/198 BW, aan de vruchtgebruiker of pandhouder worden toegekend.<sup>42</sup> Het stemrecht kan door de aandeelhouder niet meer worden uitgeoefend na de toekenning daarvan aan een pandhouder of een vruchtgebruiker.<sup>43</sup> De pandhouder en de vruchtgebruiker kunnen het stemrecht en de certificaathoudersrechten ingevolge artikel 2:86a/196a BW pas uitoefenen nadat de vestiging van het recht van pand of vruchtgebruik is erkend door of betekend is aan de vennootschap. Aangezien alleen hierover al een proefschrift<sup>44</sup> te schrijven is, zal ik hier niet verder op ingaan. Ik merk slechts op dat het betekenis- of erkenningvereiste van groot belang is aangezien de vennootschap op deze manier weet wie opgeroepen dient te worden om het stemrecht ter vergadering uit te oefenen.

Niet alle vergadergerechtigden hebben ook stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders. Artikel 2:118/228 BW bepaalt dat slechts aandeelhouders stemrecht hebben.

Vóór 1 oktober 2004 betekende dit dat certificaathouders en bestuurders en commissarissen, niet zijnde aandeelhouders, geen stemrecht hadden. Bij certificering worden de op naam gestelde aandelen in de vennootschap ten titel van beheer uitgegeven of overgedragen aan een administratiekantoor. Dit kantoor geeft vervolgens certificaten van aandelen uit aan de uiteindelijke kapitaalverschaffers. Het stemrecht blijft bij het administratiekantoor rusten en wordt door het kantoor uitgeoefend. Per 1 oktober 2004 is de Wet tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling in werking getreden. Tegelijk met de aanpassing van de structuurregeling is de positie van certificaathouders op het gebied van het stemrecht versterkt. Certificaathouders kunnen, ingevolge artikel 2:118a BW, op verzoek gemachtigd worden om met uitsluiting van de stemgerechtigde het stemrecht verbonden aan de

---

40. Asser- Maeijer 2III, nr. 280.

41. Veerbeek 2003, p. 23 typeert het als volgt: “Zonder grip te hebben op de zeggenschapsrechten lijkt het pandrecht op aandelen voor de financier eigenlijk een dode mus.”

42. Zie over de diverse volmachtsstructuren die hierbij worden toegepast: Vermeulen 2004, p. 58 e.v.

43. Zie over de overgang van het stemrecht: Schot en Kinnegim 2003, p. 210-216.

44. Visser 2004.

desbetreffende aandelen uit te oefenen. Een aldus gevolmachtigd certificaathouder kan het stemrecht naar eigen inzicht uitoefenen. Slechts in de situaties zoals beschreven in lid twee is het de volmachtgever – over het algemeen is dat de Stichting Administratie Kantoor – toegestaan de volmacht te beperken, uit te sluiten of te herroepen.<sup>45</sup>

Ingevolge artikel 2:118 lid 1 BW kunnen de statuten bepalen dat een aandeelhouder niet gerechtigd is tot uitoefening van het stemrecht zolang hij in gebreke is te voldoen aan een wettelijke of statutaire verplichting. Een voorbeeld is de statutaire bepaling dat het stemrecht niet mag worden uitgeoefend zolang niet alle aandelen volgestort zijn. Daarnaast bestaan er aandelen waarop het stemrecht niet kan worden uitgeoefend. Ik heb het dan niet over stemrechtloze aandelen<sup>46</sup> maar denk aan de situatie van een NV als pandhouder, waarbij bepaald is dat het stemrecht wordt uitgeoefend door de pandhouder. Artikel 2:118 lid 7/228 lid 6 BW slotzin bepaalt dat de vennootschap geen stem kan uitbrengen voor een aandeel waarop zij een recht van vruchtgebruik of pandrecht heeft.<sup>47</sup> Hierop maakt de wet een uitzondering voor de stemgerechtigde vruchtgebruiker of pandhouder van het aandeel, die zijn recht heeft verkregen voordat het aandeel toebehoorde aan de vennootschap of een dochtermaatschappij.

### 2.7.2 *Omvang van het stemrecht*

Wat betreft de omvang van het stemrecht kent de wet drie stelsels, te weten volstreckte evenredigheid, degressief stemrecht en volstrekt beperkt stemrecht. Omwille van de volledigheid zal ik alle drie de stelsels behandelen.

Het eerste stelsel, dat van volstreckte evenredigheid, kent een wettelijke basis in het tweede en derde lid van artikel 2:118 BW. Hieruit volgt dat bij verdeling van het kapitaal in gelijke aandelen iedere aandeelhouder zoveel stemmen uit kan brengen als dat hij aandelen heeft. Wanneer het kapitaal verdeeld is in aandelen van ongelijk bedrag, dan geeft bezit van het kleinste aandeel recht op één stem, bezit van een groter aandeel zoveel maal één stem als het bedrag van het kleinste

45. Zie over de mogelijkheden van de stichting administratiekantoor om de volmacht te beperken, uit te sluiten of te herroepen: Zaman 2008, p. 658.

46. De Minister van Justitie heeft voorgesteld om het voor BV's mogelijk te maken tevens stemrechtloze aandelen uit te geven. Aan stemrechtloze aandelen zijn wel vergader- en winstrechten verbonden. Het voorstel vereist wel dat ten minste één aandeel met stemrecht moet worden gehouden door een ander dan de BV, om ervoor te zorgen dat er altijd één externe stemgerechtigde is om besluiten in de AVA te nemen. Zie: Wetsvoorstel tot Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid, *Kamerstukken II 2006/07*, 31 058, nr. 2, p 5. Een dergelijke categorie aandelen is eerder bepleit door Schwarz 1990, p. 9.

47. Wanneer deze constructie is opgetuigd met het doel om doelbewust en bij voortdurende uitoefening van stemrechten, door middel van oneigenlijk gebruik van de rechtsfiguur verpanding, te frustreren, kan dit strijd opleveren met de vennootschapsrechtelijke openbare orde. Dit zou nietigheid tot gevolg kunnen hebben. Zie: Marcusse en Mulder ten Kate 2001, p. 148-150.

## HOOFDSTUK 2

aandeel in het groter bedrag begrepen is, met verwaarlozing van resten.<sup>48</sup> De berekening geschiedt, bij meerdere aandelen in één hand, niet over elk aandeel afzonderlijk, doch over het gezamenlijke bezit van de aandeelhouder. De evenredigheid wordt toegepast op het totaalbedrag aan aandelen waarvoor de aandeelhouder deelneemt aan de stemming, oftewel de stemmende totalen. Dit stelsel heeft het voordeel van eenvoud. Het is gefundeerd in de gedachte, dat de macht in de vennootschap evenredig moet zijn aan het belang, dat in de kapitaaldeelname tot uiting wordt gebracht. Kort gezegd: “One share, one vote.”

Het degressief stemrecht, het tweede stelsel, is neergelegd in artikel 2:118 lid 4 BW. De afwijking ten opzichte van het eerste stelsel zit in het feit dat het door eenzelfde aandeelhouder uit te brengen aantal stemmen binnen zekere grenzen beperkt mag worden. Er is onder het degressief stemrecht altijd sprake van een beperking en niet van een uitbreiding van de stemrechtomvang. De in de praktijk meest voorkomende vorm van dit stelsel is dat het aantal stemmen van de aandeelhouder aan een maximum wordt gebonden. Het resultaat van een dergelijke regeling is dat grootaandeelhouders in hun stemrecht worden beperkt.<sup>49</sup> Degene die de meerderheid van de gewone aandelen in handen heeft, beheerst daarmee nog niet de algemene vergadering van aandeelhouders. Een degressieve statutaire regeling van het stemrecht is wettelijk toegelaten mits aan twee voorwaarden wordt voldaan. Ten eerste moet aan aandeelhouders bij wie het aandelenbezit gelijk is hetzelfde aantal stemmen worden toegekend, onafhankelijk van het aantal eenheden waaruit dit aandelenbezit bestaat. Het is hierdoor noodzakelijk ook bij de beperking van het stemrecht rekening te houden met de stemmende totalen. De tweede voorwaarde is dat de beperking voor de houders van een groter bedrag aan aandelen niet gunstiger mag zijn geregeld dan voor de houders van een kleiner bedrag. Deze voorwaarde kan nogal wat vraagtekens oproepen, doch wanneer men zorgt dat geen hoger totaal minder dan een lager totaal in stemmenaantal afwijkt van het evenredig stemrecht, is aan de tweede voorwaarde voor toelaatbaarheid voldaan.<sup>50</sup>

Naast de stelsels van evenredigheid en van degressief stemrecht bestaat het stelsel van volstrekt beperkt stemrecht. Dit derde stelsel staat toe om binnen zekere grenzen stemrecht toe te kennen boven evenredigheid van het bedrag aan aandelen waarvoor aan de stemming wordt deelgenomen. In de statuten kan elk stelsel van stemrecht wordt aanvaard mits:

---

48. Een voorbeeld ter verduidelijking: bij verdeling van het kapitaal in aandelen waarvan het kleinste aandeel € 100 belooft, geeft het aandeel van € 100 één stem, een aandeel van € 150 één stem, maar twee aandelen van € 150 geven drie stemmen.

49. Een voorbeeld ter verduidelijking: een vennootschap met 1000 geplaatste aandelen heeft in de statuten opgenomen dat er niet meer dan 300 stemmen per aandeelhouder kunnen worden uitgebracht. De grootaandeelhouder die 600 aandelen houdt, kan slechts 300 stemmen uitbrengen.

50. Van der Grinten 1992, nr. 216.

- niet aan anderen dan aandeelhouders stemrecht wordt toegekend;
- aan iedere aandeelhouder of groep van onderaandeelhouders, die tezamen het bedrag van een aandeel vertegenwoordigen, tenminste één stem wordt toegekend;
- aan eenzelfde aandeelhouder niet meer dan zes of drie stemmen worden verleend, naar gelang het maatschappelijk kapitaal is verdeeld in honderd of meer, dan wel in minder dan honderd aandelen.

Binnen de grenzen van deze voorwaarden zijn aandeelhouders aldus vrij om het stemrecht naar eigen inzicht te regelen. De mogelijkheid wordt hiermee geopend om meerdere stemrechten aan bepaalde aandelen te koppelen. Met name bij vennootschappen met een zeer beperkt aantal aandelen is het hierdoor mogelijk om de “controle” te leggen in handen van een kleine minderheid in de kapitaal deelneming.<sup>51</sup>

Naast de besproken drie stelsels van stemomvang bestaat tevens de mogelijkheid om prioriteitsaandelen uit te geven. Ook hiermee wordt afgeweken van artikel 2:92/201 BW dat ieder aandeel in beginsel gelijke rechten heeft in verhouding tot het nominale bedrag. Aan prioriteitsaandelen zijn nauwkeurig in de statuten omschreven zeggenschapsrechten verbonden, zoals (bindende) voordrachtsrechten voor benoeming van bestuurders en commissarissen, of door de bepaling dat voor bepaalde besluiten tevens de goedkeuring nodig is van de vergadering van houders van prioriteitsaandelen. Prioriteitsaandelen zijn altijd op naam aangezien de zeggenschap binnen een bepaalde kring dient te blijven. Dit kan onder andere bereikt worden door de prioriteitsaandelen onder te brengen in een stichting, waarvan de samenstelling van het bestuur door de vennootschap beïnvloed kan worden.

Naast aandelen bestaan er ook onderaandelen. Houders van onderaandelen hebben slechts stemrecht, wanneer de onderaandelen ten minste het bedrag van een aandeel bedragen of wanneer zij zich tot een aandelengroep combineren. Voor onderaandelen of groepen daarvan worden zoveel stemmen uitgebracht als voor eenzelfde bedrag aan aandelen.<sup>52</sup>

Wanneer een aandeelhoudersvergadering virtueel georganiseerd wordt, moeten aandeelhouders uiteraard hetzelfde aantal stemmen uit kunnen brengen als bij een fysieke vergadering. Zeker wanneer een vennootschap een ander systeem dan “one share, one vote” hanteert, vereist dit bij een fysieke vergadering een nauwkeurige administratie en bij een virtuele vergadering een geavanceerd technologisch verwerkingssysteem.

51. Alhoewel naar mijn informatie het stelsel van volstrekt beperkt stemrecht tegenwoordig niet wordt toegepast bij beursvennootschappen is het niet ondenkbaar dat hiertoe toch wordt overgegaan. Naast de wettige stelsels van de omvang van het stemrecht bestaan er overigens ook stelsels die niet door de wet worden genoemd maar wel binnen de wettelijke grenzen vallen. Zie over high/low voting stock: Parson 2000, p. 29.

52. Artikel 2:118 lid 4 BW.

## HOOFDSTUK 2

### 2.7.3 *Securities lending*

Securities lending (afgekort “seclending”) is de tijdelijke overdracht van effecten van de ene partij, de uitlener, aan de andere partij, de lener. De uitlener ontvangt hiervoor een vergoeding en de lener is verplicht om de aandelen op verzoek of aan het einde van een afgesproken termijn, veelal tegen een vooraf afgesproken prijs, terug te leveren. Securities lending is in feite een misleidende naam. Het suggereert namelijk dat aandelen slechts worden uitgeleend en dat het eigendom bij de uitlener blijft. In de praktijk is securities lending echter niets anders dan een verkoop van een aandeel met een beding tot terugkoop van een gelijksoortig aandeel. Het aandeel wisselt aldus van eigenaar. Ook het stemrecht gaat mee bij de overdracht. Seclending is een sterk groeiende activiteit en heeft als voordelen een verhoogde marktliquiditeit, een efficiëntere settlement, betere koersvorming en een verlaging van de kosten van kapitaal. Er kleven echter ook nadelen aan het uitlenen van aandelen. Zo kan de uitlener (vaak een institutionele belegger) geen gebruik meer maken van het stemrecht dat verbonden is aan het aandeel, daar het stemrecht is overgegaan naar de lener. De lener kan op de AVA het stemrecht uitoefenen zonder dat hij enig economisch risico loopt. Dit wordt ‘empty voting’ genoemd. De ratio van het stemrecht van de aandeelhouder is dat hij als uiteindelijke risicodragers, die pas iets terugziet van zijn investering of enige winst op die investering ontvangt nadat alle anderen zijn voldaan, het best in de gelegenheid is te beoordelen wat in het belang is van de vennootschap. Die ratio vertroebelt indien partijen kunnen stemmen die dat ultieme risico in het geheel niet of slechts gedeeltelijk lopen. Een ander punt is dat degene die aandelen heeft geleend vanwege tax arbitrage of failed settlements<sup>53</sup>, over het algemeen geen interesse zal hebben om te stemmen op een aandeelhoudersvergadering. Dit heeft een negatieve invloed op het opkomstpercentage bij de aandeelhoudersvergadering.<sup>54</sup>

Ook in Nederland wordt er uitgebreid gediscussieerd over seclending. Raaijmakers pleit in zijn preadvies voor een incidentele openbaarmakingsverplichting voor bepaalde, als relevant bestempelde situaties. Dit betreft situaties waarin het gebrek aan transparantie over de werkelijke economische positie van een aandeelhouder ten opzichte van zijn juridische belang als zodanig bezwaarlijk wordt ervaren dat het een specifieke openbaarmakingsverplichting ten aanzien van die economische positie rechtvaardigt.<sup>55</sup> Critici maar ook Raaijmakers tekenen hierbij aan dat het uitoefenen van adequate controle moeilijk kan zijn. Seclending vindt vaak plaats in een keten van contractspartijen en het instrumentarium om te

---

53. In geval van tax arbitrage worden aandelen geleend om optimaal gebruik te kunnen maken van de verschillende (dividend)belastingverdragen tussen landen. In geval van failed settlements worden aandelen geleend om aan dagelijkse aan- en verkoopverplichtingen te kunnen voldoen wanneer de eigen aandelen (nog) niet beschikbaar zijn.

54. Hu en Black 2006, p. 1034.

55. Raaijmakers 2007, p. 67.

schuiven met economisch belang en juridische zeggenschap is zeer groot en ingewikkeld. Daarnaast kunnen dergelijke openbaarmakingsverplichtingen administratieve lasten met zich brengen die niet in verhouding staan tot de aard en grootte van de problematiek. Indien dergelijke verplichtingen slechts in nationaal verband worden toegepast bestaat tevens het gevaar dat de markt verschuift naar een andere jurisdictie met minder vergaande verplichtingen.

Traditioneel vindt securities lending vooral plaats om te voldoen aan leveringsverplichtingen bij het verkopen van aandelen die men (nog) niet in het bezit heeft en om de lener het dividend te laten incasseren. Voorafgaand aan de ex-dividend datum is dan ook een piek te zien in het aantal seclending transacties.<sup>56</sup> Om het probleem van het empty voting zoveel mogelijk los te koppelen van deze transactiepiek, is er veel voor te zeggen om de registratiedatum voor de AVA en de datum van het ex-dividend gaan ver uit elkaar te leggen. In paragraaf 3.6 zal ik nader op de registratiedatum ingaan.

## 2.8 Huidige mogelijkheden van stemmen op afstand

Besluitvorming vindt in beginsel plaats tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders. De wet legt onder andere in artikel 2:128/238 BW een formele koppeling tussen de vergadering en de besluitvorming. Wanneer aandeelhouders niet in de gelegenheid zijn om ter vergadering te verschijnen, bestaan er mogelijkheden om op afstand te stemmen. Dit kan door de volmacht, de elektronische volmacht en e-voting. De schriftelijke en elektronische volmacht worden in Nederland gefaciliteerd door het Communicatiekanaal Aandeelhouders.

### 2.8.1 *Volmacht*

Stemgerechtigden kunnen de rechten van artikel 2:117/227 BW in persoon of bij een schriftelijk gevolmachtigde uitoefenen. Uit de wetsgeschiedenis<sup>57</sup> kan worden afgeleid dat een aandeelhouder die meer aandelen heeft, voor een gedeelte van die aandelen zelf kan komen, en voor een gedeelte een gevolmachtigde kan sturen. Op de verschillende aandelen kan in persoon of bij gevolmachtigde op uiteenlopende wijzen gestemd worden. Per aandeel kan de aandeelhouder immers besluiten of en hoe hij wil stemmen. De aandeelhouder die meer aandelen heeft kan ook meer dan één gevolmachtigde aanwijzen. Het aantal volmachten dat een gevolmachtigde mag ontvangen, kan echter statutair worden beperkt.

Een volmacht dient schriftelijk te worden verleend.<sup>58</sup> Naast een ondertekend geschrift kan ook met een telegram, telex of telefax worden voldaan aan de eis dat de volmacht schriftelijk wordt verleend. Vereist wordt een fysiek document,

56. Raaijmakers 2007, p. 64.

57. Parlementaire Geschiedenis Vaststellingswet Boek 2, p. 602 e.v.

58. De elektronische volmacht bespreek ik in de volgende paragraaf.

## HOOFDSTUK 2

voorzien van een handgeschreven handtekening van de volmachtgever. Verlening van een volmacht heeft, of deze herroepelijk of onherroepelijk is, geen privatieve werking.<sup>59</sup> De aandeelhouder kan altijd zelf ter vergadering verschijnen en zijn stem uitbrengen.<sup>60</sup>

In principe kan elke persoon gevolmachtigd worden. Statutair kan de bevoegdheid van aandeelhouders om zich te laten vertegenwoordigen worden beperkt. De bevoegdheid om zich te laten vertegenwoordigen door een advocaat, notaris, kandidaat-notaris, registeraccountant of accountant-administratieconsulent kan echter niet worden uitgesloten.

Er zijn gevallen denkbaar waarin de volmachtverlening nietig is wegens strijd met de (vennootschappelijke) openbare orde en/of met (de strekking van) het dwingend recht.<sup>61</sup> Te denken valt aan de situatie waarbij een certificaathouder in een BV een doorlopende algemene volmacht verkrijgt van een aandeelhouder. In feite ontstaan hierdoor vrij verhandelbare certificaten met stemrecht die in tegenstelling tot aandelen niet onder de blokkeringsregeling vallen.<sup>62</sup> Ook het afgeven van een algemene doorlopende volmacht aan bestuurders of commissarissen verdraagt zich niet met het dualistische of pluralistische karakter van de vennootschap.

Wanneer een volmacht wordt verleend voor de algemene vergadering van aandeelhouders kan de volmacht diverse hoedanigheden hebben: gericht (met steminstructie), blanco of open (naar eigen goeddunken, waarbij met de belangen van de volmachtgever rekening wordt gehouden) of alternatief (keuze tussen stemmen voor, tegen of blanco). Alle drie de vormen van volmachtverlening zijn toelaatbaar en rechtsgeldig. De volmachtgever wordt geacht door de oproeping en de agenda te weten waar hij voor kiest wanneer hij een gerichte, blanco of alternatieve volmacht geeft. De overweging dat een gerichte volmacht de gevolmachtigde zou verhinderen zich te laten beïnvloeden door de gedachtewisseling in de algemene vergadering van aandeelhouders, hetgeen in strijd zou zijn met het *Wijsmuller*-criterium, doet daar niet aan af.<sup>63</sup>

In het geval een gerichte volmacht is verleend, dient de gevolmachtigde deze instructie te volgen.<sup>64</sup> Indien een gevolmachtigde stemt in strijd met de instructie,

---

59. Een bijzondere vorm van volmacht is de volmacht zoals bedoeld in artikel 2:118a BW. Zie over het karakter van de volmacht die het administratiekantoor aan de certificaathouder geeft: Zaman en Oostwouder 2001, p.446 e.v.

60. Asser-Kortmann 2-I, nr. 26.

61. Asser-Maeijer 2 III, nr. 280.

62. Zie: Van den Ingh 1991, p. 110.

63. Zie: Maeijer 1994, p. 73.

64. Ook een stichting administratiekantoor dient zich te houden aan de bindende steminstructie van een individuele certificaathouder. De relatie tussen certificaathouders en bestuur van de stichting staat of valt met het vertrouwen dat de certificaathouders in het bestuur hebben. Dit leidt er mijn inziens toe dat zelfs bij strijdigheid met de doelstelling van de stichting de steminstructie van een individuele certificaathouder dient te prevaleren.



overschrijdt hij de grens van zijn vertegenwoordigingsbevoegdheid. De volmachtgever wordt overeenkomstig 3:66 BW lid 1 niet gebonden, behoudens in het geval van bescherming van het bij de wederpartij opgewekte vertrouwen van toereikendheid van de volmacht (3:61 lid 2 BW).<sup>65</sup> Bij een duidelijke en aan de voorzitter kenbare volmacht (steminstructie) zal dit vertrouwen bij de vennootschap echter niet of nauwelijks aanwezig kunnen zijn. Bekrachtiging door de volmachtgever is echter wel mogelijk (3:69 lid 2 BW). Wanneer er zich na de volmachtverlening zeer bijzondere omstandigheden voordoen die bij het geven van de instructie niet bekend waren en die zouden bewerkstelligen dat het stemmen in overeenstemming met de steminstructie de belangen van de volmachtgever ernstig zouden schaden, dan kan een afwijking van de instructie naar redelijkheid en billijkheid gerechtvaardigd worden. Indien zulk een rechtvaardigingsgrond echter niet aanwezig is, zal de in strijd met de instructie uitgebrachte stem mijns inziens in beginsel geldig zijn.<sup>66</sup> De steminstructie is een norm tussen de volmachtgever en gevolmachtigde waaraan geen externe gevolgen moeten worden toegekend.

### 2.8.2 Elektronische volmacht

Tot 30 juni 2004 was het noodzakelijk dat een volmacht schriftelijk werd verleend.

Door de aanpassingswet richtlijn inzake elektronische handel<sup>67</sup> is aan de artikelen 2:117/ 227 BW een vijfde lid toegevoegd dat luidt: *Aan de eis van schriftelijkheid van de volmacht wordt voldaan indien de volmacht elektronisch is vastgelegd.*

Hierdoor is het mogelijk om via internet een volmacht te verlenen waarna de gevolmachtigde ter vergadering stemt. Feitelijk is dit niets meer dan een elektronisch gegeven stemvolmacht. Een formulier, voorzien van een inlogcode, wordt naar de aandeelhouder gestuurd die met behulp van de code zich kan identificeren en zijn steminstructie elektronisch duidelijk kan maken. Bij het formulier kunnen de agenda met toelichting, de jaarrekening en het jaarverslag worden bijgevoegd. Nadat de aandeelhouder de elektronische volmacht heeft gegeven kan hij zijn e-mailadres achterlaten zodat hij voor de volgende vergadering de relevante stukken per e-mail toegezonden krijgt en wederom een elektronische volmacht kan verlenen.

### 2.8.3 Communicatiekanaal Aandeelhouders

Om het stemmen via volmacht te faciliteren heeft een aantal AEX genoteerde ondernemingen in 1999 het Communicatiekanaal Aandeelhouders opgericht. Het systeem van het Communicatiekanaal komt erop neer dat aan de aandeelhouders

65. Zie over de volmacht: Bloembergen 2006, p. 97-136.

66. Zie: Van der Grinten 1992, nr. 225. Anders: Asser-Maeijer 2 III, nr. 280 waarin wordt gesteld dat de stem uitgebracht in strijd met de instructie in beginsel ongeldig is.

67. *Stb.* 2004, 210, p. 2.

## HOOFDSTUK 2

die op deze wijze hun stem willen uitbrengen door de vennootschap een steminstructieformulier wordt gezonden. Het instructieformulier kan worden vergezeld door voor de aandeelhoudersvergadering relevante informatie zoals de agenda met toelichting, de jaarrekening en het jaarverslag. De aandeelhouder geeft vervolgens op het steminstructieformulier aan op welke wijze hij zijn stem wil uitbrengen, waarna het formulier per post wordt teruggestuurd naar het Communicatiekanaal, waarna een gevolmachtigde de stemmen overeenkomstig de volmacht zal uitbrengen.<sup>68</sup> Het Communicatiekanaal ondersteunt zowel de papieren als de elektronische volmacht.<sup>69</sup>

Het Communicatiekanaal is in de markt gezet als dé mogelijkheid tot het stemmen op afstand. Dit is echter niet correct, aangezien aandeelhouders niet meer dan een volmacht tot stemmen geven aan een centraal gevolmachtigde. Deze centrale gevolmachtigde stemt volgens de gerichte instructies van de aandeelhouders. Er wordt dus niet op afstand gestemd: er wordt slechts op afstand een volmacht tot het uitbrengen van de stem gegeven. Dit heeft als nadeel dat aandeelhouders zich in hun stembeslissing niet kunnen laten beïnvloeden door wat op de vergadering wordt gezegd. Het is mijns inziens niet juist om het stemmen via volmacht als “stemmen op afstand” te kwalificeren. Deze laatste term dient gereserveerd te blijven voor constructies waarbij de aandeelhouder daadwerkelijk zelf op afstand stemt, zoals bijvoorbeeld bij de VGM het geval is.

Het systeem van het Communicatiekanaal klinkt eenvoudig en daarvan is ook sprake mits de vennootschap kan nagaan wie aandeelhouder is en kan verifiëren dat de aandeelhouder op het moment van stemmen ook nog stemgerechtigd is. Wat betreft de stemgerechtigdheid: de traditionele wijze van stemmen maakt deponering van aandelen noodzakelijk om te verzekeren dat aandeelhouders op het moment van de vergadering nog steeds aandeelhouder en dus stemgerechtigd zijn. Dit is voor aandeelhouders echter bezwaarlijk, aangezien ze vanaf de deponeringsdatum de gedeponeerde aandelen niet meer kunnen vervreemden. Met het oog hierop is in 1999 artikel 2:119 BW ingevoerd, dat voorziet in de mogelijkheid dat de vennootschap een vóór het tijdstip van de aandeelhoudervergadering gelegen dag als registratiedatum bepaalt, welke alsdan geldt als peildatum voor de stemgerechtigdheid.<sup>70</sup> Het is hierdoor mogelijk dat vóór de algemene vergadering van aandeelhouders wordt nagegaan of de inzender van een ingevuld steminstructieformulier per de registratiedatum stemgerechtigd is, alsmede voor hoeveel aandelen.<sup>71</sup>

---

68. Zie uitgebreid: Winter en Van Ginneken 2000, p. 325 e.v.

69. Het Communicatiekanaal werkt hiertoe samen met [www.proxyvote.nl](http://www.proxyvote.nl). Er zijn echter ook andere bedrijven die deze diensten verlenen zoals [www.evboxx.nl](http://www.evboxx.nl). Let wel: bij beide initiatieven is slechts sprake van elektronische volmachtverlening en niet van elektronisch stemmen.

70. Zie: Eisma 1998, p. 551.

71. Voor nader over de registratiedatum, deponering en de effectenrechtelijke aspecten van de stemgerechtigdheid: hoofdstuk 3 van deze dissertatie.

Het doel van het Communicatiekanaal is om het contact tussen de vennootschap en de aandeelhouder te vergemakkelijken. Het Communicatiekanaal biedt geen faciliteiten tot proxy solicitation. Er kan immers niet gewedijverd worden tussen het bestuur en oppositionele groepen om de stemvolmacht van de aandeelhouders. Wel kunnen aandeelhouders op kosten van de vennootschap informatie meezenden. Voor het verzenden van informatie geldt een bepaalde procedure en de te verzenden informatie moet aan zekere voorwaarden voldoen.<sup>72</sup> Het verzoek tot het verzenden van informatie kan alleen door aandeel- of certificaathouders worden gedaan en is aan de volgende eisen gebonden:

- Het verzoek moet gedateerd zijn en duidelijk maken op welke aandeelhoudersvergadering het betrekking heeft.
- De betreffende onderneming maakt voor deze vergadering gebruik van het Communicatiekanaal.
- De aandeelhouder (of aandeelhouders) bezit (bezitten gezamenlijk) ten minste 1% van de geplaatste aandelen of, als dit minder is, aandelen met een beurswaarde van ten minste € 250.000. Deze waarde wordt berekend aan de hand van de slotkoers van twee beursdagen vóórdat het verzoek wordt gedaan.
- Het verzoek wordt vóór de zogenaamde verzoekdatum ingediend (dit is de dag die de onderneming daarvoor heeft aangegeven).
- De verzoekende aandeelhouder(s) vermeldt(-en) zijn (hun) naam en adres en telefoon en fax nummer(s).
- De te verzenden informatie dient bijgesloten te worden.
- Bewijsstukken van het vereiste aandelenbezit moeten bijgesloten worden.
- De aandeelhouder(s) verklaart(-ren) dat de aandelen onbezwaard worden aangehouden tot het einde van de betreffende aandeelhoudersvergadering en dat hij (zij) op de vergadering aanwezig zal (zullen) zijn.
- De aandeelhouder(s) verklaart(-en) zich akkoord met de regels voor gebruik van het kanaal, inclusief de bindend adviesregeling bij eventuele onenigheid met de onderneming over de inhoud van de te verzenden informatie.

Ook aan de inhoud van de mee te zenden informatie worden eisen gesteld. Deze eisen luiden als volgt:

- De informatie moet betrekking hebben op een onderwerp van de agenda van de betreffende aandeelhoudersvergadering én de informatie moet relevant zijn voor de besluitvorming op of de discussie over dat onderwerp.
- De informatie mag niet gaan over een persoonlijke grief.
- De informatie mag niet misleidend of onjuist zijn.
- Een aandeelhouder mag geen stemformulier verzenden.
- Een aandeelhouder mag via het kanaal geen volmachten werven.
- Er mag geen reclame worden gemaakt.
- De omvang mag niet meer zijn dan twee A4 vellen, eventueel tweezijdig bedrukt.

72. De exacte procedure voor het verzenden van informatie is te vinden op de website van het Communicatiekanaal onder het kopje “ontvangen van informatie” en “protocol”, <[www.communicatiekanaal.nl](http://www.communicatiekanaal.nl)>.

## HOOFDSTUK 2

- De informatie mag niet zodanig zijn, dat niet in redelijkheid van de onderneming mag worden verwacht dat zij aan de verzending van de informatie haar medewerking verleend.
- De informatie moet in de Nederlandse taal zijn. Echter, als de vennootschap tevens of uitsluitend informatie in het Engels via het kanaal verzendt, dient de informatie (ook) in het Engels te worden aangeleverd.

Wanneer een verzoek wordt ingediend beslist de vennootschap uiterlijk op de daarvoor vastgestelde datum, de zogenaamde beslissingsdatum, of het verzoek wordt ingewilligd. Deze beslissing wordt per ommegaande medegedeeld aan de verzoeker. Wanneer de vennootschap het verzoek inwilligt, dient de verzoeker er voor te zorgen dat de te verzenden informatie in voldoende aantallen, in de juiste taal en tijdig op een door de onderneming opgegeven adres aanwezig is. De redelijke kosten van verzending en reproductie van de informatie zijn voor rekening van de vennootschap. Indien de vennootschap het verzoek gedeeltelijk afwijst, bijvoorbeeld door toe te zeggen bepaalde onderdelen van de informatie mee te zenden in het kanaal en andere onderdelen niet, dan wordt de verzoeker de gelegenheid geboden om dienovereenkomstig wijzigingen c.q. aanvullingen in de informatie aan te brengen. Wijst de vennootschap het verzoek volledig af, dan dient dit schriftelijk en gemotiveerd aan de verzoeker te worden meegedeeld. Bij gehele of gedeeltelijke afwijzing van een verzoek, kan de verzoeker tegen deze afwijzing beroep aantekenen bij de Raad van Toezicht van het Communicatiekanaal.<sup>73</sup> Het oordeel van de Raad van Toezicht is bindend voor de verzoeker en voor de vennootschap. Als de verzoeker in het gelijk wordt gesteld, zal de vennootschap alsnog de informatie aan de medeaandeelhouders moeten verzenden. De vennootschap mag overigens een schriftelijke reactie op de informatie bijvoegen.

Het Communicatiekanaal is geen doorslaand succes.<sup>74</sup> Uit onderzoek komt naar voren dat slechts voor gemiddeld 2% van het aandelenkapitaal via het Communicatiekanaal wordt gestemd.<sup>75</sup> Dit heeft verschillende oorzaken. Bij institutionele beleggers die via hoofd- en onderbewaarders aandelen houden, bestaat vaak onduidelijkheid wie formeel stemgerechtigd is.<sup>76</sup> Een andere reden is dat het voor institutionele beleggers gezien hun grote kapitaalsbelang minder bezwaarlijk is om fysiek ter vergadering te stemmen.<sup>77</sup> Beide redenen hebben tot gevolg

---

73. Zie voor de beroepsprocedure het Reglement van de Raad van Toezicht op de website van het communicatiekanaal: <[www.communicatiekanaal.nl](http://www.communicatiekanaal.nl)>.

74. Zie over de oorzaken van het geringe gebruik van het Communicatiekanaal: Van den Hoek 2002, p. 2-8.

75. In de zomer van 2004 heeft het Communicatiekanaal een enquête gehouden die te raadplegen is via <[www.communicatiekanaal.nl](http://www.communicatiekanaal.nl)>.

76. Zie voor de achtergronden en mogelijke oplossingen voor deze onduidelijkheden hoofdstuk 4 van dit proefschrift. Nederlandse pensioenfondsen hebben herhaaldelijk aangegeven het Communicatiekanaal te steunen en er, indien wenselijk, gebruik van te willen maken. Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen 2001, p. 5-6.

77. Maatman 2000, p. 176.

dat juist de grote pakketten aandelen niet voor het Communicatiekanaal worden aangemeld, waardoor de particuliere belegger overblijft. Een groot deel van de particuliere beleggers is echter niet op de hoogte van het bestaan van het Communicatiekanaal en gebruikt het aldus niet. Daarnaast is het animo onder beursvennootschappen om deel te nemen aan het Communicatiekanaal niet erg groot. Dit heeft onder andere te maken met de hoge kosten die ruim € 50 000 bedragen.<sup>78</sup>

#### 2.8.4 *Stemmen via elektronische communicatiemiddelen*

Sinds 1 januari 2007 is het mogelijk dat een aandeelhouder zonder tussenkomst van een gevolmachtigde de stem op afstand uit kan brengen. Op grond van 117a/227a BW kunnen de statuten bepalen dat iedere aandeelhouder bevoegd is om door middel van een elektronisch communicatiemiddel aan de AVA deel te nemen, daarin het woord te voeren en het stemrecht uit te oefenen. In lid twee van genoemde artikelen formuleert de wetgever een aantal voorwaarden waaraan een elektronisch communicatiemiddel moet voldoen. Deze minimale vereisten beogen te waarborgen dat “*de aandeelhouder die via een communicatiemiddel aan de vergadering deelneemt in dezelfde positie verkeert als de aandeelhouder die fysiek bij de vergadering aanwezig is.*”<sup>79</sup> Hiermee lijkt de wetgever te impliceren dat in de vergadering apparatuur aanwezig is waarmee de vergadering zowel visueel als auditief weergegeven kan worden. Vereist is, aldus de MvT, dat de aandeelhouder via het gebruikte elektronisch communicatiemiddel kan worden geïdentificeerd, rechtstreeks kan kennisnemen van de verhandelingen ter vergadering en het stemrecht kan uitoefenen. Voor de rechtsgeldige toepassing van het elektronisch communicatiemiddel is blijkens artikel 2:117a/227a lid 2 tweede zin BW niet vereist dat de aandeelhouder tevens kan deelnemen aan de beraadslaging, oftewel het woord kan voeren in de vergadering. Deze constatering lijkt strijdig met de hiervoor geciteerde paragraaf in de MvT dat de aandeelhouder die via een elektronisch communicatiemiddel deelneemt aan de vergadering in dezelfde positie dient te verkeren als de aandeelhouder die fysiek aanwezig is.<sup>80</sup> De statuten kunnen als aanvullende eis stellen dat de aandeelhouder via het elektronisch communicatiemiddel kan deelnemen aan de beraadslagingen, oftewel het woord kan voeren in de vergadering. Dit betekent dat de aandeelhouder die via

78. De jaarlijkse kosten bedragen gemiddeld per onderneming ongeveer 50.000 euro. Hier komen nog de interne kosten en de door de banken bedongen vergoedingen bij. Zie: Van den Hoek 2002, p. 2-8 en paragraaf 6.1.1 van deze studie.

79. *Kamerstukken II* 2004/05, 30 019, nr. 3, p. 8.

80. Deze tegenstrijdigheid komt duidelijk tot uiting in de volgende passage in de *Kamerstukken II* 2004/05, 30 019, nr. 3, p. 8: *Aan het recht van aandeelhouders om tijdens de vergadering het woord te voeren wordt hiermee geen afbreuk gedaan. Aandeelhouders behouden te allen tijde het recht om aan de fysieke vergadering deel te nemen en aldaar het woord te voeren. Aandeelhouders die daarvoor niet kiezen zien welbewust af van hun recht om daarin het woord te voeren.*

## HOOFDSTUK 2

elektronische weg deelneemt aan de aandeelhoudersvergadering op achterstand wordt gezet. Hij krijgt de (wettelijke) mogelijkheid om te beluisteren wat er gezegd wordt, maar heeft niet het (wettelijk) recht om zelf gehoord te worden. De wetgever wilde een via moderne communicatiemiddelen deelnemende aandeelhouder niet het recht geven het woord te voeren omdat hij vreesde dat het in de praktijk soms technisch lastig zal zijn om alle aandeelhouders tegelijkertijd de gelegenheid te bieden langs elektronische weg deel te nemen aan de beraadslaging. Als een vennootschap aandeelhouders niet de mogelijkheid van elektronische beraadslagingen biedt, zal de aandeelhouder die gebruik wil maken van zijn spreekrecht toch naar de fysieke vergadering moeten komen.

Aandeelhouders die elektronisch deelnemen hoeven tijdens de vergadering niet noodzakelijkerwijs met elkaar en met de fysieke deelnemers te kunnen communiceren. Dit sluit overigens niet uit dat zij op hetzelfde moment, maar niet zichtbaar voor diegenen die de fysieke vergadering bijwonen of andere elektronisch aanwezige aandeelhouders, in contact staan met een of meer andere aandeelhouders.

Ingevolge artikel 2:117b/227b BW kunnen de statuten bepalen dat stemmen die voorafgaand aan de AVA via een elektronisch communicatiemiddel worden uitgebracht, gelijk worden gesteld met stemmen die ten tijde van de vergadering worden uitgebracht. Deze stemmen kunnen niet eerder worden uitgebracht dan na de registratiedatum. Deze registratiedatum mag niet vroeger worden gesteld dan op de dertigste dag voor die van de vergadering.

Het gevolg van dit artikel is dat de uitkomst van de stemming over een bepaald agendapunt al voor de vergadering kan vaststaan als de meerderheid van de aandeelhouders ervoor kiest om op deze wijze te stemmen. Hierdoor wordt het onmogelijk om aandeelhouders tijdens de vergadering te overtuigen om van inzicht te veranderen en anders te stemmen. Vóór 1 januari 2007 was het ook al zo dat een aandeelhouder die een stemvolmacht afgeeft of een stemovereenkomst sluit, zijn stemgedrag bepaalt voorafgaand aan de feitelijke vergadering. De aandeelhouder kan, ook al heeft hij een stemvolmacht (met steminstructie) afgegeven of is hij een stemovereenkomst aangegaan, te allen tijde nog zelf ter vergadering verschijnen en aldaar zelf zijn stem uitbrengen (in strijd met de steminstructie of de stemovereenkomst). Indien de aandeelhouder echter voor de vergadering elektronisch zijn stem uitbrengt, kan zijn stem niet meer worden herroepen, omdat een stem die voor de vergadering wordt uitgebracht gelijk wordt gesteld met een stem die tijdens de vergadering wordt uitgebracht.<sup>81</sup> Dit zou tot

---

81. *Kamerstukken II 2004/05, 30 019, nr. 3, p. 10: "Een aandeelhouder die bijvoorbeeld voorafgaand aan de algemene vergadering zijn stem langs elektronische weg heeft uitgebracht, is nog altijd gerechtigd om fysiek ter vergadering te verschijnen en daar het woord te voeren. Omdat hij zijn stemrecht slechts eenmaal mag uitoefenen, mag hij dus niet tijdens de vergadering opnieuw zijn stem uitbrengen, of zijn eerder uitgebrachte stem herroepen."* Mijns inziens zou een vennootschap in de statuten kunnen bepalen dat een elektronische stem die is →

gevolg kunnen hebben dat het elektronisch stemmen voorafgaand aan de vergadering aan aantrekkingskracht moet inboeten en dat aandeelhouders de voorkeur zullen geven aan het verlenen van een (elektronische) volmacht. Met Vletter-van Dort ben ik van mening dat een dergelijke wijziging in de rechtsfiguur “volmacht” door middel van een wetsbepaling vastgelegd dient te worden en niet slechts door een zinsnede in de Memorie van Toelichting.<sup>82</sup>

### 2.8.5 Evaluatie stemmen op afstand

Alhoewel het stemmen via (elektronische) volmacht of voorafgaand aan de vergadering wettelijk toelaatbaar is, blijft het bezwaar staan dat een gerichte volmacht de gevolmachtigde verhindert zich te laten beïnvloeden door de gedachtewisseling in de algemene vergadering van aandeelhouders.<sup>83</sup> Het uitbrengen van een stem door de gevolmachtigde is aldus een vrucht van een gerichte volmacht en geen vrucht van onderling overleg. De Hoge Raad heeft in de *Wijsmuller* zaak gesteld dat een besluit als vrucht van onderling overleg tot stand dient te komen.<sup>84</sup> Deze zaak handelde over de rechtsgeldigheid van een besluit van de aandeelhoudersvergadering tot ontslag van twee commissarissen. Het besluit om de aandeelhoudersvergadering bijeen te roepen zou zijn genomen door drie van de vijf bestuurders, op een moment dat de twee andere bestuurders in het buitenland verbleven. In de statuten van de vennootschap was een bepaling opgenomen die voorschreef dat een besluit moet uitgaan van een orgaan van die rechtspersoon, in casu het bestuur. De vraag was hoe een besluit tot stand dient te komen wanneer het bevoegde orgaan uit meer personen is samengesteld. De Hoge Raad overwoog: “*Dat de betekenis van een bepaling in de statuten van een rechtspersoon, voorschrijvende dat een besluit moet uitgaan van een orgaan van die rechtspersoon, in het geval waarin dat orgaan uit meer personen is samengesteld in het bijzonder hierin is gelegen, dat het besluit tot stand komt als vrucht van onderling overleg van alle leden van dat orgaan die, na daartoe in de gelegenheid te zijn gesteld, aan dat overleg wenselijk deel te nemen.*” Als eis voor de rechtsgeldigheid van een besluit stelt de Hoge Raad dat alle leden van het orgaan die dit wenselijk in de gelegenheid moeten worden gesteld aan het overleg deel te nemen. Dit impliceert geen verplichting voor de leden om aan dat overleg deel te nemen. De tegenstemmende leden van het orgaan moeten wel in de gelegenheid gesteld zijn om de andere leden van de afwijkende zienswijze te overtuigen.

Hoewel de *Wijsmuller*-norm niet specifiek geschreven is voor de besluitvorming van de AVA, wordt in het algemeen die norm ook voor de besluitvorming van

uitgebracht voorafgaand aan de vergadering tot op een bepaald moment voor de vergadering herroepen kan worden. Een dergelijke bepaling zou recht doen aan de fictie dat een elektronische stem die voorafgaand aan de vergadering is uitgebracht gelijk gesteld moet worden met een stem die ter vergadering wordt uitgebracht. Zie: Nowak 2005, p. 227 e.v.

82. Vletter-van Dort 2006, p. 555.

83. Zie: Slagter 2005, p. 295.

84. HR 15 juli 1968, NJ 1969, 101 (*Wijsmuller*).

## HOOFDSTUK 2

aandeelhouders van belang geacht.<sup>85</sup> De besluitvorming in de AVA zou dus de vrucht van overleg tussen aandeelhouders moeten zijn. Gezien de beperkte opkomst bij aandeelhoudersvergaderingen is het vorenstaande momenteel veelal niet het geval. De *Wijsmuller*-norm is nu helaas meer een ideaal dan een realiteit.

De reden voor het uitbrengen van een stem via volmacht is vaak dat de volmachtgever niet in de gelegenheid is om de vergadering bij te wonen. Het lijkt mij aannemelijk dat dit punt bij een virtuele vergadering een minder grote rol speelt. In een VGM kunnen aandeelhouders geruime tijd discussiëren over het beleid en de agendapunten. Na dit overleg kunnen aandeelhouders de stem uitbrengen in een speciaal daartoe ingericht besloten deel van het VGM-platform. Door de ruime openstelling en de beperkte tijds- en kosteninvestering van aandeelhouders zullen zij mijns inziens veel vaker zelf stemmen en zal het gebruik van volmachten aanzienlijk kunnen afnemen. Als gevolg van een verminderd gebruik van volmachten en door de verwachte hogere aandeelhoudersparticipatie zal de besluitvorming in de AVA meer een vrucht van onderling overleg worden, waardoor de corporate democracy van een vennootschap aanzienlijk kan verbeteren.

### 2.9 Besluitvorming

In deze paragraaf zal ik ingaan op verschillende discussiepunten betreffende de besluitvorming. Deze punten zijn alle op enigerlei wijze relevant voor de VGM waarmee alsdan een parallel zal worden getrokken. Allereerst zal aandacht worden besteed aan de meerderheid van stemmen en het quorum dat vereist kan zijn om tot een bepaald besluit te komen. Na in te zijn gegaan op de stemmingswijze, zal bij de rol van de voorzitter uitvoerig worden stilgestaan bij de orde in de vergadering. Hierna komt de raadgevende stem van het bestuur en de RvC aan de orde.

#### 2.9.1 Meerderheid van stemmen/quorum

Tenzij bij de wet of de statuten anders is bepaald, is de geldigheid van besluiten niet afhankelijk van het ter vergadering vertegenwoordigde kapitaal.<sup>86</sup> Op verschillende plaatsen in Boek 2 BW wordt voor het nemen van rechtsgeldige besluiten door de algemene vergadering van aandeelhouders vereist dat een bepaald deel van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is.<sup>87</sup> In statuten van naamloze

---

85. Van der Grinten 1992, nr. 217.1 (met name noot 12) en Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 67.

86. Artikel 2:120 lid 2 en 3 BW.

87. Het gaat hierbij om de volgende artikelen: 2:96a lid 7, 99 lid 6, 114/224 lid 2, 115/225, 116/226, 121/231 lid 1 en 3, 121a/231a lid 1, 134/244 lid 2, 330 lid 1, 334cc onderdeel d en 334ee lid 1 van Boek 2 BW. Verder is in dit verband van belang het bepaalde in de artikelen 2:120/230 lid 2 BW: tenzij wet of statuten anders bepalen is de geldigheid van besluiten niet afhankelijk van het ter vergadering vertegenwoordigde kapitaal.



vennootschappen vindt men vaak de eis van tweederde of driekwart meerderheid voor statutenwijziging en ontbinding. Daarnaast is het mogelijk om in de statuten voor bepaalde besluiten de eis van unanimiteit op te nemen. De wetgever heeft echter dwingendrechtelijk vastgelegd dat er voor bepaalde besluiten statutair geen grotere meerderheid dan tweederde en geen grotere kapitaalsvertegenwoordiging dan de helft geëist mag worden.<sup>88</sup>

Het quorum hoeft niet noodzakelijkerwijs in een percentage van het kapitaal te worden uitgedrukt. Het kan ook worden bepaald door het stellen van een zeker bedrag aan aandelen. Het geplaatst kapitaal wordt voor het berekenen van het quorum verminderd met de aandelen waarvoor wettelijk of statutair geen stemrecht kan worden uitgebracht.<sup>89</sup> Het quorum mag niet betrekking hebben op het aantal aanwezige personen. Wel mag het quorum betrekking hebben op aandelen van een bepaalde categorie. Bij de bijzondere stelsels van stemrecht vertegenwoordigen de stemmen niet een evenredig deel van het kapitaal. Hiervoor dient een oplossing te worden gevonden, die kan liggen in de bepaling dat het aantal stemmen dat voor het besluit is uitgebracht meer dan de helft moet zijn van het totaal aantal op de vergadering uit te brengen stemmen.

Op basis van artikel 2:14 BW is een besluit nietig indien het wordt genomen ondanks het ontbreken van het quorum. Bij wege van regelend recht geeft de wet in artikel 2:120 lid 3 BW een voorziening voor het geval het statutair vereiste quorum niet wordt gehaald. Er kan een nieuwe vergadering bijeen worden geroepen waarvoor de quorumeis, voor de onderwerpen die in de eerste vergadering zijn behandeld, niet geldt. Het eventueel statutair stellen van een quorumeis die tevens voor de volgende vergadering geldt, is niet in strijd met de wet doch wel zeer af te raden omdat het de besluitvorming ernstig kan belemmeren.

Voor besluiten over een onderwerp dat niet op de agenda stond, stelt artikel 2:114 lid 2 BW een quorumeis. Een dergelijk besluit kan slechts geldig zijn indien het wordt genomen met algemene stemmen in een vergadering waarin alle aandeelhouders aanwezig zijn. Is dit niet het geval dan is het besluit, genomen over een onderwerp dat niet op de agenda stond, vernietigbaar krachtens artikel 2:15 lid 1 sub a BW.

### 2.9.2 *Knelpunt*

Aangezien een VGM enkele dagen zou kunnen duren, zal het vereiste vertegenwoordigde kapitaal niet op hetzelfde moment vertegenwoordigd zijn. Om op een VGM ook besluiten te kunnen nemen waarvoor een quorumvereiste is gesteld, is het noodzakelijk dat de zinsnede “ter vergadering vertegenwoordigd” wordt uit-

88. Artikel 2:133 lid 2 jo 142 lid 2 BW ten aanzien van het ontnemen van het bindend karakter aan een voordracht tot benoeming van een bestuurder en een commissaris in een niet-structuurvennootschap. Zie artikel 2:134 lid 2 jo 144 lid 2 BW ten aanzien van de besluiten tot schorsing en ontslag van een bestuurder en een commissaris in een niet-structuurvennootschap.

89. Zie artikel 2:24d BW.

## HOOFDSTUK 2

gelegd als “op enig moment ter vergadering vertegenwoordigd” of als “op moment van de besluitvorming”. Hoewel de voorgestelde uitleg wellicht in de wets-tekst<sup>90</sup> gelezen kan worden, geniet het met het oog op de rechtszekerheid mijn sterke voorkeur om de wet hiertoe te wijzigen.

### 2.9.3 *Wijze van stemming*

De wijze waarop stemmen kunnen worden uitgebracht, kan statutair geregeld worden. Er kan bijvoorbeeld worden opgenomen dat bij verkiezing van personen schriftelijk en voor het overige mondeling wordt gestemd. Een bepaling dat mondeling wordt gestemd, maakt een schriftelijke stemming niet ongeldig.<sup>91</sup> Tenzij de statuten dit verbieden, mag er dus steeds schriftelijk gestemd worden. Als geen der stemgerechtigden hoofdelijke stemming verlangt kan een voorstel ook bij acclamatie (applaus) worden aangenomen. Zwijgen de statuten omtrent de wijze van stemming dan is een mondelinge stemming regel.<sup>92</sup> De algemene vergadering van aandeelhouders mag overigens anders beslissen en kan een regeling omtrent de wijze van stemming neerleggen in een reglement.

Een uitgebrachte stem kan geldig of nietig zijn. De stem is nietig, indien de persoon die stemt of namens wie de stem is uitgebracht, niet stemgerechtigd is. Nietige stemmen in de zin van artikel 2:13 lid 1 BW gelden als niet uitgebrachte stemmen en tellen niet mee bij de stemming. Maeijer beschouwt blanco stemmen en onthoudingen evenmin als uitgebrachte stemmen daar stemmen wilsverklaringen zijn betreffende het onderwerp dat in behandeling is.<sup>93</sup> Mijn opvatting inzake het verschil tussen een stemonthouding en een blanco stem is een andere. Een aandeelhouder die blanco stemt heeft zijn stem uitgebracht maar heeft niet gekozen. Het gevolg hiervan is dat een quorum mogelijkerwijs wel gehaald wordt. Een ander gevolg is dat de blanco stem kan werken als tegenstem, namelijk dan wanneer voor het aannemen van een besluit een gekwalificeerde meerderheid vóór moet stemmen.

In de literatuur bestaat twijfel of statutair kan worden bepaald dat blanco stemmen als tegen- of voorstemmen hebben te gelden.<sup>94</sup> Mijns inziens is een blanco stem geen wilsverklaring die gericht is op enig rechtsgevolg en daardoor geen rechtshandeling en ook geen stem. Naar mijn mening kan dan ook niet in de statuten worden opgenomen dat een blanco stem als tegen- of voorstem wordt

---

90. De bewuste zinsnede kan worden uitgelegd als “op enig moment ter vergadering vertegenwoordigd” doordat het tijdstip om het quorum te bepalen niet ligt aan het begin of einde van de vergadering maar op het moment van stemming. Het “moment van stemming” kan bij de VGM enkele dagen duren, waardoor het gestelde quorum gehaald kan worden.

91. Zie: Rb. Utrecht 27 april 1932, *NJ* 1934, 938.

92. Van der Grinten 1992, nr. 220.

93. Asser-Maeijer 2-II, nr. 145.

94. Instemmend: Van der Grinten 1992, nr. 219. Ontkennend: Dumoulin 1999, nr. 41.

beschouwd. Statutair kan immers ook niet worden opgenomen dat een voorstem als tegenstem wordt beschouwd. De ter vergadering aanwezige aandeelhouders hebben mijns inziens het recht om zich van stemming te onthouden, en door hun blanco stem statutair als tegenstem te beschouwen, verliezen ze dit recht en houden ze alleen de voor- of tegenstem over.

De wetgever heeft voorzien in een regeling voor de situatie dat de stemmen staken.<sup>95</sup> Dit is het geval wanneer even veel voor- als tegenstemmen zijn uitgebracht. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen staking van stemmen bij verkiezing van personen en staking van stemmen bij een stemming over een ander onderwerp. Staken de stemmen bij verkiezing van personen, dan beslist het lot. Wanneer de stemmen staken bij een andere stemming is het voorstel verworpen. De wet laat echter ruimte voor een afwijkende regeling in de statuten. Daarbij wordt met name het opdragen van de beslissing aan een derde genoemd. Er kan statutair echter niet worden opgenomen dat het voorstel bij het staken van stemmen is aangenomen. Dit blijkt uit het feit dat artikel 2:120 BW spreekt over “volstreckte meerderheid” en uit de uitleg van “volstreckte meerderheid” door de Hoge Raad.<sup>96</sup>

Gezien de summiere wettelijke eisen aan de wijze van stemming, lijkt het stemmen per e-mail of via internet op een VGM, wat de regels qua stemwijze betreft, niet op wettelijke bezwaren te stuiten. Doorslaggevend is wat de statuten hieromtrent zeggen. Omdat de stemmer bij het stemmen per e-mail of via internet niet fysiek aanwezig is, zouden er problemen kunnen rijzen met betrekking tot de identificatie van de stemmer. Het kan dan ook noodzakelijk of wenselijk zijn dat hieromtrent een regeling wordt opgesteld. In hoofdstuk zes zal ik nader ingaan op de identificatie en andere technische aspecten van het stemmen per e-mail of internet.

#### 2.9.4 Rol van de voorzitter

De algemene vergadering van aandeelhouders wordt geleid door een voorzitter. De statuten van beursvennootschappen wijzen over het algemeen de voorzitter van de raad van commissarissen (of diens plaatsvervanger) aan als voorzitter van

95. Artikel 2:120 lid 1 BW.

96. Ons hoogste rechtscollege overweegt in het *Distilleerderij*-arrest: “*Dat de bepaling der wet, volgens welke besluiten worden genomen bij volstreckte meerderheid der uitgebrachte stemmen, niet meer inhoudt, dan dat als besluit der algemene vergadering geldt het besluit dat de houders van de meerderheid der aandelen blijkens hun stem hebben gewild; dat voor deze bepaling aan de redenen welke aandeelhouders hebben gehad om een besluit te willen geen betekenis toekomt (...); dat het mogelijk is, dat een aandeelhouder door zijn invloed op den wil van een mede-aandeelhouder een grotere invloed in de naamloze vennootschap uitoefent dan hem enkel door zijn eigen aandelen toekomt, doch zulks het voorschrift dat besluiten van de algemene vergaderingen worden genomen met volstreckte meerderheid van stemmen niet raakt.*” HR 13 november 1959, NJ 1960, 472 (*Distilleerderij*).

## HOOFDSTUK 2

de aandeelhoudersvergadering.<sup>97</sup> Het is mijns inziens te prefereren dat een commissaris de vergadering voorziet en niet een bestuurslid, aangezien een commissaris beter in staat is de objectiviteit, die bij de rol van voorzitter past, te betrachten. De bevoegdheid van de voorzitter is door de wetgever voorzienend geregeld in artikel 2:13 lid 3 BW. De wet bepaalt dat het in de vergadering door de voorzitter uitgesproken oordeel omtrent de uitslag van een stemming en omtrent de inhoud van een genomen besluit, voor zover is gestemd over niet schriftelijk vastgelegde voorstellen, beslissend is. Het is aldus de taak van de voorzitter om een duidelijke uitspraak te doen over de uitslag van stemmingen en over de inhoud van niet schriftelijk vastgelegde besluiten. Met uitslag van de stemming bedoelt de wetgever de telling van de stemmen en niet de geldigheid van een besluit in het algemeen. Betwisting van het oordeel van de voorzitter kan slechts onmiddellijk na het uitspreken van dat oordeel geschieden door een stemgerechtigde. Indien de stemming hoofdelijk of schriftelijk heeft plaatsgevonden, vindt een nieuwe stemming plaats, indien de meerderheid van de vergadering dit verlangt. Heeft de stemming echter per acclamatie, of door zitten en opstaan, plaatsgevonden, dan vindt er een nieuwe stemming plaats indien een stemgerechtigde dit verlangt.<sup>98</sup> De uitslag van de nieuwe stemming vervangt de uitslag van de oude stemming.

Een andere belangrijke taak van de voorzitter is het handhaven van de orde in de vergadering. Deze taak valt uiteen in verschillende deeltaken:

- Zorgdragen dat de personen die zich als vergadergerechtigden of als gevolmachtigden aandienen, zich voldoende legitimeren.
- Zorgdragen dat in de presentielijst vermeld wordt:
  - de namen van de aanwezige of vertegenwoordigde aandeelhouders en andere stemgerechtigden;
  - de namen van hun vertegenwoordigers;
  - het aantal aandelen waarvoor de stemgerechtigde of zijn vertegenwoordiger een stem kan uitbrengen;
  - de namen van de aanwezige of vertegenwoordigde vergadergerechtigde zonder stemrecht.
- Het aan de orde stellen van de agendapunten en het evenwichtig verlenen van het woord aan vergadergerechtigden, bestuurders en commissarissen.
- Het regelen van de spreektijd binnen de grenzen van de redelijkheid en billijkheid.

Wanneer tijdens de vergadering vragen rijzen omtrent de orde van de besluitvorming, kan slechts de vergadering zélf de orde wijzigen. De bevoegdheid van de voorzitter gaat niet verder dan nodig is om een ordelijk verloop van de vergadering te waarborgen. Het is echter niet altijd duidelijk of de kwestie van orde

---

97. Ontbreekt een statutaire voorziening dan zal de vergadering beslissen wie als haar voorzitter optreedt.

98. Artikel 2:13 lid 4 BW. Door deze nieuwe stemming vervallen de rechtsgevolgen van de oorspronkelijke stemming.

slechts het ordelijk vergaderingverloop betreft, dan wel de wijze waarop de besluitvorming plaats moet vinden.<sup>99</sup>

De voorzitter bepaalt de procedure wat de beantwoording van vragen betreft en let erop dat alle vragen voldoende beantwoord worden. Dit laatste vloeit voort uit artikel 2:107 lid 2 BW, dat het bestuur en de raad van commissarissen verplicht aan de algemene vergadering van aandeelhouders alle verlangde inlichtingen te verschaffen, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet.

Zoals gezegd is het de taak van de voorzitter ervoor te zorgen dat iedere aandeelhouder de gelegenheid heeft om zijn opvattingen te doen blijken. Het spreekrecht en de spreektijd zijn immers in tegenstelling tot het stemrecht niet gerelateerd aan de omvang van het aandelenbezit. De voorzitter mag de spreektijd verdelen, zodat iedere aandeelhouder of certificaathouder zijn mening naar voren kan brengen en tot een besluit kan worden gekomen dat de vrucht van onderling overleg is. De voorzitter beoordeelt dan ook of een interventie hiertoe nog kan bijdragen. Is de voorzitter van mening dat hetgeen door een aandeelhouder naar voren is gebracht voldoende duidelijkheid omtrent zijn standpunt verschaft, dan kan de voorzitter hem het woord weigeren of ontnemen. Als dit nog niet een voldoende waarschuwing op zich is dan kan de voorzitter de filibuster,<sup>100</sup> goedschiks dan wel kwaadschiks, laten verwijderen. De besluitvorming dient ordelijk te verlopen en zij die zich buiten deze orde plaatsen verspelen hun recht op deelname aan de besluitvorming. Voorbeelden van het zich buiten de orde plaatsen zijn filibusteren, beledigen, bedreigen of het zich anderszins onfatsoenlijk gedragen.

De voorzitter moet in alles handelen zoals een goed voorzitter betaamt. In het geval dat de voorzitter zich niet gedraagt zoals in redelijkheid van hem gevergd mag worden, is een van de mogelijke gevolgen vernietiging van de door het gedrag van de voorzitter beïnvloede besluiten. Van der Grinten<sup>101</sup> noemt het voorbeeld van een voorzitter die een redelijke discussie niet heeft toegelaten of te lichtvaardig een aandeelhouder uit de vergadering heeft laten verwijderen.

De voorzitter kan een secretaris aanwijzen, tenzij hierin voorzien is in de statuten of reglementen of de algemene vergadering van aandeelhouders zelf een secretaris benoemt. De wetgever heeft hieromtrent niets geregeld. De taken van een secretaris zijn de zorg voor de presentielijst, het (voor)lezen van de stukken die

99. Van Solinge 1994, p. 45.

100. De Van Dale vertaalt "filibuster" als volgt: langdurige toespraak als vertragingstactiek. De laatste jaren wordt de term filibustering vooral gebruikt voor het extreem lang rekken van speeches, met het doel wetgeving of besluitvorming te vertragen of blokkeren. Er wordt urenlang geleuterd en soms worden er zelfs telefoonboeken voorgelezen. Het record filibusteren staat op naam van de Amerikaanse senator Strom Thurmond, die bij het bediscussiëren van een burgerrechtenwet in 1957 24 uur en 18 minuten lang aan het woord is gebleven.

101. Van der Grinten 1992, nr. 213 en 224.1.

## HOOFDSTUK 2

aan de vergadering worden aangeboden, assisteren bij het opnemen van de stemmen en het ontwerpen van de notulen van de vergadering.

Het middel van het woord ontnemen of iemand verwijderen kan door de voorzitter zeer effectief worden gehanteerd wanneer de vergadering geheel elektronisch plaatsvindt. In een virtuele aandeelhoudersvergadering kan de voorzitter beslissen om één of meer bijdrage(n) van een bepaalde persoon niet meer weer te geven en/of hem de spreekfunctionaliteit<sup>102</sup> op het VGM-platform te ontnemen.

### 2.9.5 Raadgevende stem

De bestuurders en de commissarissen hebben in de algemene vergadering van aandeelhouders een raadgevende stem. Deze raadgevende stem moet worden opgevat als het recht om (in het belang van de vennootschap) advies te geven en niet als het recht om als bestuurder een stem uit te brengen. Bestuurders mogen optreden als gemachtigde van een aandeelhouder doch kunnen zelf niet bij gevolmachtigde verschijnen. De wetgever heeft de raadgevende stem dwingendrechtelijk neergelegd in artikel 2:117/227 lid 4 BW, waarvan volgens de Hoge Raad in het *Janssen Pers*-arrest<sup>103</sup> slechts afstand kan worden genomen indien er een derogerende werking aan artikel 2:8 lid 2 BW toekomt. In die zaak werd er onder andere een bestuurder ontslagen. De Hoge Raad overwoog dat “*het niet naleven van dit voorschrift niet werd gerechtvaardigd door bepaalde, op zichzelf aanneemelijke verwachtingen van de aandeelhouder omtrent de handelwijze van de bestuurder indien deze zou worden geraadpleegd.*” De achterliggende gedachte is dat het bestuur en de commissarissen in de gelegenheid moeten worden gesteld hun visie kenbaar te maken zodat aandeelhouders daar in hun stemgedrag rekening mee kunnen houden. Artikel 2:117/227 lid 4 BW is in de visie van de Hoge Raad rechtstreeks van toepassing bij het nemen van een besluit buiten de algemene vergadering overeenkomstig artikel 2:138/238 BW.

Daar een aandeelhouder niet zomaar zijn spreekrecht ontzegd kan worden, kan de vraag opkomen of een bestuurslid of commissaris zou mogen deelnemen aan de beraadslagingen in de AVA indien dit lid een tegenstrijdig belang heeft. Een bestuurder of commissaris, die gelieerd is aan één of meer (groepen van) aandeelhouders, zou in gewetensnood kunnen komen wanneer hij moet kiezen tussen het belang van “zijn” aandeelhouders en het belang van de vennootschap. De dubbelrol zou aan de andere leden van het orgaan geopenbaard dienen te worden zodra die dubbelrol ontstaat en niet pas op het moment dat de dubbelaar meent dat zich een tegenstrijdig belang voordoet. In het algemeen is het voldoende als

---

102. Op een VGM zal het spreekrecht voornamelijk door middel van het intypen/plakken van berichten worden uitgeoefend. Omwille van eenduidigheid qua terminologie zal ik toch de term ‘spreekrecht’ blijven hanteren.

103. HR 10 maart 1995, NJ 1995, 595 (*Janssen Pers*). Zie voor een bespreking van het *Janssen Pers*-arrest: C.A. Schwarz 1995, p. 527-531.

de bestuurder zijn dubbelrol overeenkomstig de Linders/Hofstee-beschikking<sup>104</sup> bekendmaakt. Bestuurders en commissarissen hebben hun raadgevende stem in het belang van de vennootschap gekregen. Bij een dubbelrol betekent dit dat zij hun eigen belang moeten achterstellen op het belang van de vennootschap.

Slechts in gevallen waarbij sprake is van misbruik van het vergaderrecht doordat de dubbelaar naar redelijkheid niet tot uitoefening van deze bevoegdheid had kunnen komen (Artikel 3:13 BW), lijkt het mij mogelijk om aan de dubbelaar de vergaderrechten te ontnemen en bij gevoelige agendapunten te verwijderen.<sup>105</sup> Overigens heeft een bestuurder of commissaris bij een besluit tot schorsing of ontslag van hemzelf op grond van 2:8 BW sowieso het recht om gehoord te worden.

Bij een virtuele vergadering kunnen het bestuur en de commissarissen de adviseerende rol vervullen door zich te mengen in de forumdiscussie of door het plaatsen van mededelingen op het bulletinboard. Daarnaast dienen ze, net als bij een fysieke AVA, beschikbaar te zijn voor het beantwoorden van vragen.

## 2.10 VGM: Schending van aandeelhoudersrechten?

Hoewel ik vooralsnog met name de positieve punten van de VGM heb belicht, kan een VGM ook nadelen hebben. Aangezien ik in dit hoofdstuk een vennootschapsrechtelijke analyse van de VGM uitvoer, zal ik hier niet ingaan op bezwaren van bijvoorbeeld technische of economische aard, maar zal ik slechts vennootschapsrechtelijke bezwaren de revue laten passeren. Ik verwacht dat kritische aandeelhouders met de volgende vennootschapsrechtelijke bezwaren zullen komen.

1. Het eerste bezwaar dat ik van kritische aandeelhouders verwacht, is dat het één van de meest fundamentele rechten van de aandeelhouder is om het bestuur ter verantwoording te roepen. Dit zou lastiger zijn wanneer er niet face to face vergaderd wordt. Hier ligt de veronderstelling aan ten grondslag dat de face to face verantwoording in een fysieke vergadering beter mogelijk is. Dit lijkt mij allerm minst zeker. Bestuurders en commissarissen proberen zich op een AVA veelal af te schermen van aandeelhouders, analisten of journalisten. Ze doen dit door het beperken van het stellen van vragen en door discussies in de kiem te smoren. Hierbij wordt niet zelden een beroep gedaan op de beperk-

104. Hof Amsterdam 26 mei 1983, *NJ* 1984, 481 (*Linders/Hofstee*). Uit deze beschikking volgt dat het bij een tegenstrijdig belang van grote betekenis is dat de te onderscheiden belangen op zorgvuldige wijze gescheiden worden gehouden. Het geven van een zo groot mogelijke openheid is daarvoor een waarborg. Indien incidenteel, niet opzettelijk onvoldoende helderheid is verschaft bij een schijn van belangentegenstelling en dat zeer nadelige gevolgen heeft, is er volgende de Hoge Raad geen sprake van wanbeleid. Zie HR 21 februari 2003, *JOR* 2003/58.

105. Zie: Van den Ingh 1998, p. 269.

## HOOFDSTUK 2

te vergadertijd. Dit alles gebeurt meestal binnen de grenzen van het redelijke maar beperkt zeker de mogelijkheid om het bestuur ter verantwoording te roepen. Het bestuur en de RvC maken onder andere gebruik van een draaiboek voor de AVA waarin het te geven antwoord op vrijwel elke mogelijke vraag staat. Een ander probleem met het ter verantwoording roepen is de lage opkomst en representativiteit van aandeelhouders. Bestuurders zullen niet snel onder de indruk zijn wanneer een enkele aandeelhouder met een klein aandelenbezit hen ter verantwoording roept. Slechts wanneer deze aandeelhouder wordt gesteund door (een groot aantal) andere aandeelhouders kunnen de bedenkingen van deze aandeelhouders een serieuze bedreiging voor de positie van de bestuurder vormen. Gezien de lage opkomsten op fysieke aandeelhoudersvergaderingen kunnen bestuurders juist daar de vragensteller relatief makkelijk en zonder serieuze consequenties afwimpelen. Zoals al eerder beraar-gumenteed is, zal de opkomst bij een virtuele vergadering waarschijnlijk veel groter zijn. Daarnaast biedt een VGM aandeelhouders goede mogelijkheden om zich te verenigen en om het bestuur effectief ter verantwoording te roepen. Terugkomend op dit kritiekpunt lijkt het dat het ter verantwoording roepen van bestuurders en commissarissen op een VGM in dezelfde mate of zelfs beter mogelijk is. Aandeelhouders worden dus niet in de uitoefening van dit fundamentele recht aangetast.

2. Een tweede bezwaar dat ik van kritische aandeelhouders verwacht, is dat niet alle aandeelhouders over een computer of telefoon met internetverbinding beschikken en dat het organiseren van een VGM dan ook een schending van hun eigendomsrecht oplevert. Dit bezwaar is onder te verdelen in twee punten.
  - a. Het eerste punt in het betoog van critici zou kunnen zijn dat het stemrecht wordt bemoeilijkt doordat de vergadering op internet wordt gehouden. Het doel van het houden van een virtuele vergadering is om aandeelhouders te verleiden om juist meer hun stemrecht uit te oefenen door drempels weg te nemen of te verlagen. De drempels worden aanmerkelijk verlaagd voor aandeelhouders die beschikken over een computer met internetverbinding. Het overgrote deel van de aandeelhouders zal hierover beschikken, mede gezien het feit dat het handelen via internet aanmerkelijk goedkoper en sneller is dan het doorgeven van beursorders via de telefoon of de balie van de bank. Aandeelhouders die nog niet beschikken over een computer kunnen deze aanschaffen. De nieuwprijs van een computer is, zeker voor iemand die zich aandelen kan veroorloven, niet erg hoog en de voordelen zijn legio. Mocht de aanschaf van een computer of een geavanceerde telefoon bezwaarlijk zijn dan kan de aandeelhouder via een openbare computer inloggen op de vergadering. Deze computers zijn te vinden in bibliotheken, internetcafés, schoolgebouwen en wijkcentra. Deze computers zijn veelal vrij te gebruiken of zullen qua gebruikskosten niet de reiskosten van de aandeelhouder bij een fysieke vergadering overstijgen. De toegankelijkheid van de virtuele vergadering zal voor aandeelhouders aldus gelijk aan of hoger dan die van een fysieke vergadering zijn, terwijl de kosten



voor de aandeelhouder gelijk zullen blijven of zullen dalen. De uitoefening van het stemrecht zal door een VGM aldus niet bemoeilijkt maar juist gestimuleerd worden.

- b. Het tweede punt in het betoog van critici zou kunnen zijn dat de verandering/bemoeilijking van de uitoefening van het stemrecht een ongeoorloofde inbreuk op het eigendomsrecht betekent. Waarschijnlijk zal dit door critici als een schending van het eigendomsrecht worden gezien en zullen ze zich beroepen op artikel 1 van het Eerste Protocol bij het verdrag tot Bescherming van de Rechten van de Mens en de Fundamentele Vrijheden (afgekort “EP”). Dit artikel luidt als volgt:

*Iedere natuurlijke of rechtspersoon heeft recht op het ongestoord genot van zijn eigendom. Aan niemand zal zijn eigendom worden ontnomen behalve in het algemeen belang en onder de voorwaarden voorzien in de wet en in de algemene beginselen van internationaal recht. De voorgaande bepalingen tasten echter op geen enkele wijze het recht aan, dat een Staat heeft om die wetten toe te passen, die hij noodzakelijk oordeelt om het gebruik van eigendom te reguleren in overeenstemming met het algemeen belang of om de betaling van belastingen of andere heffingen of boeten te verzekeren.*

Uit verschillende uitspraken van het Europees Hof van de Rechten van de Mens in Straatsburg volgt dat van een ruim eigendomsbegrip wordt uitgegaan en dat de eigendomsbescherming van artikel 1 EP ook een zekere werking heeft in particuliere – horizontale – rechtsrelaties. Vertaald naar het Nederlandse BW, zou kunnen worden gesteld dat Straatsburg goederen in de zin van artikel 3:1 BW (dus alle zaken en vermogensrechten) onder de bescherming heeft gebracht van het eigendomsbegrip in de zin van artikel 1 EP, dat dus een ruimere reikwijdte heeft dan het eigendomsbegrip van artikel 5:1 BW (dat eigendom beperkt tot zaken).<sup>106</sup> Uit de jurisprudentie ten aanzien van artikel 1 EP kan worden geconcludeerd dat het Europees Hof verdragsstaten in geval van inmenging in het eigendomsrecht in het algemeen een ruime beoordelingsmarge laat en niet snel een schending van artikel 1 EP constateert. De arresten waarin het Hof een schending van artikel 1 EP heeft aangenomen zijn (i)gevallen waarin de ontneming niet wettig was in de betreffende staat<sup>107</sup>, (ii) zaken waarin de klager lange tijd in onzekerheid werd gelaten terwijl er allerlei gebruiksbepalingen op zijn eigendom waren gelegd<sup>108</sup>, (iii) gevallen waarin de overheid de tenuitvoerlegging van een rechterlijke uitspraak, waarin een

106. Zie Barkhuysen en Emmerik 2005, p. 57 en de daar aangehaalde jurisprudentie.

107. Zie bijvoorbeeld: EHRM 9 december 1994, Holy Monasteries – Griekenland, *NJ* 1996, 374. Ontneming van eigendom in het algemeen belang zonder enige vorm van compensatie is – buitengewone omstandigheden daargelaten – buitenproportioneel en daarmee in strijd met artikel 1 EP.

108. Zie bijvoorbeeld: EHRM 5 januari 2000, Beyeler – Italië, *NJ* 2000, 571. De staat Italië had vijf jaar gewacht met het uitoefenen van zijn voorkeursrecht op de aankoop van een Van Gogh.

## HOOFDSTUK 2

claim tegen de overheid wordt gehonoreerd, doorkruist<sup>109</sup> en (iv) gevallen waarin bij eigendomsontneming duidelijk te weinig of ten onrechte geen schadevergoeding door de overheid wordt aangeboden.<sup>110</sup> Hoewel het Europees Hof voor de Rechten van de Mens aldus niet snel een schending van artikel 1 EP constateert, is het mogelijk dat critici van de VGM stellen dat door de mediumverandering de uitoefening van het eigendomsrecht (in casu het stemrecht) wordt bemoeilijkt en dat sprake is van een ongeoorloofde inbreuk op het eigendomsrecht van de aandeelhouder. Ik ben het hier niet mee eens en zal beargumenteren waarom het tegendeel juist is. In mijn evaluatie van het eerste punt in het betoog van critici heb ik gemotiveerd waarom de VGM geen bemoeilijking van de uitoefening van het stemrecht is. Zelfs al wordt deze motivering niet gevolgd, dan leidt een VGM mijns inziens niet tot een inbreuk op het eigendomsrecht. Zoals gezegd wordt de invulling van de reikwijdte van het eigendomsbegrip gebaseerd op het Eerste Protocol en de uitleg hiervan door het Europees Hof. Het Europees Hof heeft tot op heden geen uitspraken gedaan over een mediumverandering voor de uitoefening van stemrechten.<sup>111</sup> Wanneer een dergelijke vraag aan het Europees Hof zou worden voorgelegd, lijkt het me onwaarschijnlijk dat het Hof oordeelt dat een mediumverandering een inbreuk op (de uitoefening van) het eigendomsrecht is. Geen van de gevallen waarin het Europees Hof een schending van artikel 1 EP heeft aangenomen is hier van toepassing. Indien de VGM mogelijk wordt gemaakt op de wijze zoals ik in paragraaf 1.3.4 beschreven heb, is deze ‘inmenging’ in het eigendomsrecht gebaseerd op een (i) wettelijke regeling, (ii en iii)rechtszeker en (iv) daarnaast is het moeilijk voor te stellen dat aandeelhouders als gevolg van deze inmenging schade lijden. Hierbij zal een belangrijke overweging zijn dat het voor aandeelhouders mogelijk is om elders (internetcafé) gebruik te maken van een computer. Ik verwacht dat daarnaast zwaar zal meewegen dat de overgrote meerderheid van de aandeelhouders gebaat is met de VGM en dat dit algemene belang dient te prevaleren boven het individuele belang van een aandeelhouder zonder computer(kennis). Mocht het Europees Hof aldus de vraag voorgelegd krijgen of de VGM een inbreuk (op de uitoefening van) het eigendomsrecht is, zal het Hof naar alle waarschijnlijkheid oordelen dat dit niet het geval is en dat de VGM derhalve toelaatbaar is.

---

109. Zie bijvoorbeeld: EHRM 28 maart 2000, Dimitrios Georgiadis – Griekenland.

110. Zie bijvoorbeeld: EHRM 11 januari 2001, Platakou – Griekenland, *NJCM* 2001, 26-4, p. 458-466. De staat Griekenland bood slechts 25% van de waarde van het onroerend goed in vergelijking met de officiële taxatie zonder deze afwijking te kunnen rechtvaardigen.

111. Het EHRM heeft wel een uitspraak gedaan omtrent (de waarde van) aandelen in een vennootschap: EHRM 7 november 2003, Olczak – Polen, *JOR* 2003, 112. Artikel 1 EP biedt ook bescherming tegen verwatering van het bij aandelen behorende stemrecht volgens EHRM 25 juli 2002, Sovtransavto Holding – Oekraïne, *JOR* 2003, 111.

Ook de Hoge Raad heeft nimmer uitspraken gedaan over een mediumverandering voor de uitoefening van stemrechten. De Hoge Raad heeft zich in de *Tonnema* zaak<sup>112</sup> wel uitgelaten over een statutenwijziging die voor een individuele aandeelhouder een grote impact had. In deze zaak werd de aanbiedingsregeling van Tonnema BV door de goedkeuringsregeling vervangen als voorbereiding van de verkoop van de aandelen in de vennootschap. Lampe eiste vernietiging van het besluit tot statutenwijziging wegens strijd met de goede trouw, redelijkheid en billijkheid en de jegens hem betamende zorgvuldigheid. Het hof en de Hoge Raad stelden vast dat wanneer Lampe door de statutenwijziging in zijn belang zou worden getroffen, daar niet zonder meer uit voortvloeit dat de vennootschap door die wijziging tot stand te brengen in strijd met de goede trouw zou hebben gehandeld. Hier lag aan ten grondslag de constatering van het hof dat de statutenwijziging niet uitsluitend tot doel had de rechten van Lampe te frustreren. Maeijer stelde in de noot bij dit arrest dat een wijziging van de statuten een bekend en geaccepteerd risico is voor aandeelhouders.

Wanneer vennootschappen hun statuten wijzigen om een VGM mogelijk te maken dan gebeurt dit ook niet met als doel om rechten van een bepaalde aandeelhouder te frustreren. Een dergelijke statutenwijziging zal dan ook niet in strijd zijn met de redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW). Aandeelhouders hebben het risico van een statutenwijziging aanvaard. Zeker wanneer de meerderheid van de aandeelhouders wel gebaat is bij een virtuele aandeelhoudersvergadering kan een minderheidsaandeelhouder een statutenwijziging niet tegenhouden door een beroep te doen op strijd met goede trouw, redelijkheid en billijkheid of zorgvuldigheid.

### 2.11 Verslaglegging, inzagerecht en andere eisen aan schriftelijkheid

Op verschillende plaatsen in Boek 2 BW wordt in verband met de AVA het vereiste van schriftelijkheid gesteld. Een aantal van deze bepalingen is in paragraaf 2.5 reeds aan de orde gekomen. Hieronder zal ik ingaan op het vereiste van artikel 2:120/230 lid 4 BW dat het bestuur van de door de AVA genomen besluiten aantekening dient te houden.<sup>113</sup> Het houden van aantekening van de genomen besluiten is iets anders dan het opstellen van notulen of van een (notarieel) proces-verbaal. De aantekeningen moeten ten kantore van de vennootschap ter inzage liggen voor de aandeelhouders en certificaathouders. De aantekeningen liggen aldus ook ter inzage van de in artikelen 2:88, 89, 197, en 198 BW aangeduide pandhouders en vruchtgebruikers die de wettelijke rechten hebben van de bedoel-

112. HR 17 mei 1991, *NJ* 1991, 645 (*Tonnema*).

113. Deze bepaling is ingevoerd ter gelegenheid van de implementatie van de Twaalfde richtlijn vennootschapsrecht: Twaalfde richtlijn van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 21 december 1989, nr. 89/667/EEG, inzake het vennootschapsrecht betreffende eenpersoonsvennootschappen met beperkte aansprakelijkheid, *PbEG* L395.

## HOOFDSTUK 2

de certificaathouders. Zij moeten desgevraagd een afschrift van deze aantekeningen krijgen tegen ten hoogste de kostprijs. Niet-nakoming van deze verplichtingen levert een economisch delict op zoals beschreven in artikel 1 sub 4 WED. De geldigheid van het genomen besluit wordt door het ontbreken van een aantekening niet aangetast en ook een civielrechtelijke sanctie ontbreekt. Hoewel er in de bepaling geen inzagetermijn wordt genoemd, blijkt uit de Memorie van Antwoord dat de termijn net zo lang zal moeten zijn dat de aandeelhouders redelijkerwijs de mogelijkheid hebben hun rechten uit te oefenen. Ook is er geen bewaartermijn opgenomen. Indien de aantekeningen van besluiten van invloed zijn op de rechten en verplichtingen van de vennootschap, eindigt de bewaarplicht ingevolge artikel 2:10 lid 3 BW na zeven jaar.

Nergens in de wet vinden we een verplichting tot het opstellen van notulen. Statutair is veelal wel een dergelijke verplichting opgenomen.<sup>114</sup> Het is interessant om te bekijken wat onder notulen wordt verstaan en waarin ze verschillen van aantekeningen van besluiten. Van der Grinten<sup>115</sup> zegt het volgende over de inhoud van de notulen: “Als minimumeis kan worden gesteld dat zij vermelden welke personen ter vergadering aanwezig zijn, wie zij eventueel vertegenwoordigen, hoeveel stemmen ieder der aanwezigen kan uitbrengen, welke besluiten ter vergadering zijn genomen en met welke meerderheid de besluiten tot stand zijn gebracht. De notulen behoeven niet een woordelijk verslag te geven van de beraadslaging. Een samenvatting van de beraadslagingen is wenselijk.” De vraag rijst of aandeelhouders een inzage- en afschriftrecht hebben op notulen. Ik begin met het recht op inzage. Het inzagerecht<sup>116</sup> dient twee doelen:

- het is een middel om te controleren of het verhandelde ter vergadering juist is weergegeven;
- het dient ter ondersteuning van degene die zich wil bedienen van de informatie die het verslag bevat.

Wanneer het eerste doel gediend wordt, kan het inzagerecht mijns inziens prima beperkt worden tot de wettelijke vernietigingstermijn van besluiten van een jaar. Na deze termijn dient het inzagerecht slechts een louter informatief doel. De aandeelhouder dient een redelijk belang te hebben bij de gevraagde inzage. Dit kan resulteren in een honorering van zijn verzoek door slechts een gedeelte van het verslag ter inzage te geven.<sup>117</sup> Het recht op inzage leidt niet automatisch tot het recht op afschrift. Onder omstandigheden is het denkbaar dat het vertrouwelijk karakter van de beraadslagingen meebrengt dat het verzoek om afschrift wordt afgewezen. Ik meen dat voor een dergelijke beperking geen ruimte is wanneer er wel volledige inzage wordt gegeven. De beperkingen die rechtens aan de rechten

---

114. Honée 1994, p. 92.

115. Van der Grinten 1992, nr. 222.

116. Zie: Hillen 1966, p. 126 e.v.

117. Zie Hof Amsterdam 3 mei 1978, *NJ* 1980, 49 (*Koninklijke Scholten-Honig/Lakeman en St. Sobi*). Indien de presentielijst aan het verslag is gehecht, is denkbaar dat alleen het verslag en niet de presentielijst ter inzage wordt gegeven.

op inzage en afschrift kunnen worden gesteld, zullen in de praktijk niet veel voorkomen. Vennootschappen zullen weinig reden hebben om zich weigerachtig op te stellen.

Alhoewel dat er niet staat, is met artikel 2:120 lid 4/230 lid 4 BW door de wetgever waarschijnlijk oorspronkelijk schriftelijke vastlegging bedoeld. De vraag is of (exclusieve) elektronische vastlegging van besluiten door de wet wordt toegestaan.<sup>118</sup> Vreemd genoeg is artikel 2:120 lid 4/230 lid 4 BW niet aangepast in de Wet elektronische communicatiemiddelen. Gezien het doel van die wet had het voor de hand gelegen om deze artikelen aan te passen zodat statutair kan worden bepaald dat de aantekeningen elektronisch ter beschikking kunnen worden gesteld. Bij een volledig elektronische AVA kan de vennootschap de aantekeningen elektronisch ter beschikking stellen maar vooralsnog zullen de aantekeningen dus ook schriftelijk ter beschikking moeten zijn.

## 2.12 Aandeelhouderscommissie

De algemene vergadering van aandeelhouders kan haar bevoegdheid tot het aanbevelen van commissarissen bij structuurvennootschappen voor maximaal twee jaar overdragen aan een commissie van aandeelhouders waarvan zij de leden aanwijst. Deze overdracht kan ingevolge artikel 2:158/258 lid 10 BW te allen tijden ongedaan worden gemaakt. Deze regeling is dwingendrechtelijk van aard, een nadere statutaire regeling om een aandeelhouderscommissie in te stellen is niet nodig. Wanneer de AVA echter besluit tot het instellen van een aandeelhouderscommissie, stelt de aandeelhouderscommissie over het algemeen een reglement voor haar eigen functioneren vast.

Zoals gezegd, kunnen aan een aandeelhouderscommissie het aanbevelings- en bezwaarrecht bij de benoeming van een commissaris en de daarmee samenhangende verplichtingen overgedragen worden. Ook kunnen het recht om gehoord te worden omtrent een voorgenomen ontslag van een bestuurder en het recht in kennis gesteld te worden van een voorgenomen bestuurdersbenoeming aan de aandeelhouderscommissie overgedragen worden.<sup>119</sup> De vennootschap dient, analoog aan artikel 17 en 22 Wet op de Ondernemingsraden (afgekort "WOR") faciliteiten ter beschikking te stellen en de kosten te vergoeden voor zover redelijkerwijs nodig voor het functioneren van de aandeelhouderscommissie. De aandeelhouderscommissie kan geen inlichtingen van het bestuur of de RvC verkrijgen met een beroep op artikel 2:107/217 lid 2 BW. Teneinde het de commissie mogelijk te maken de inlichtingen die zij redelijkerwijs nodig heeft voor de vervulling van haar taak te verkrijgen, zou zij analoog aan artikel 31 lid

---

118. Bevestigend: Winter 2001, p. 65. Ontkennend: Boschma 1997, p. 57.

119. Zie voor een beschrijving van de mogelijke bevoegdheden van de aandeelhouderscommissie: Dings 1998, p. 63-132.

## HOOFDSTUK 2

1 WOR een informatierecht kunnen krijgen.<sup>120</sup> Een eventuele vergoeding voor de werkzaamheden aan de leden van de commissie wordt vastgesteld door de AVA. Nadere regelingen omtrent de stemrechtverdeling, de plaats van vergadering, de voorzitter, het vastleggen van besluiten en soortgelijke kwesties zijn veelal neergelegd in het reglement van de aandeelhouderscommissie.

Het instellen van een aandeelhouderscommissie heeft de volgende voordelen. Een commissievergadering is eenvoudiger bijeen te roepen dan de algemene vergadering van aandeelhouders en een overleg met het bestuur of de RvC is ook makkelijker te realiseren. De leden van de commissie zullen over het algemeen meer deskundig zijn en zullen daardoor een meer gelijkwaardige gesprekspartner voor het bestuur of de RvC vormen.

Aan een aandeelhouderscommissie kleven echter ook nadelen. Zo is het maar zeer de vraag of een commissie representatief is voor het collectief van aandeelhouders. Minderheidsaandeelhouders kunnen buitenspel worden gezet door hen buiten de aandeelhouderscommissie te houden. Een ander gevaar voor zowel de vennootschap als de aandeelhouders is, dat wanneer het bestuur en de RvC reeds zaken hebben gedaan met de aandeelhouderscommissie, er nauwelijks prikkels resteren om nog serieus naar andere aandeelhouders te luisteren. Het belangrijkste nadeel van een aandeelhouderscommissie is mijn inziens dat de niet-commissieleden vrijwel geen prikkels meer krijgen om zich actief met de vennootschap bezig te houden. De aandeelhouderscommissie krijgt immers enkele bevoegdheden overgedragen waardoor aandeelhouders minder bevoegdheden overhouden en daardoor minder prikkels hebben om zich in de vennootschap te verdiepen. Het freeridgedrag van aandeelhouders wordt hiermee versterkt. Kortom, een aandeelhouderscommissie leidt tot aandeelhouderspassiviteit.<sup>121</sup>

Een VGM heeft wel de voordelen doch niet de nadelen van een aandeelhouderscommissie in zich. Het oproepen en bijeenkomen van aandeelhouders kan immers relatief eenvoudig en goedkoop geschieden. Doordat bij de VGM de informatieverstrekking sterk kan verbeteren, kunnen aandeelhouders in het algemeen meer deskundigheid verwerven en een gelijkwaardige sparringpartner voor het bestuur zijn. Deze betrokkenheid en verbeterde informatievoorziening kunnen voor alle aandeelhouders aanleiding zijn om actief in de vergadering te participeren.

---

120. Gesteld kan worden dat dit in strijd met het gelijkheidsbeginsel zou zijn. Dit lijkt mij echter niet juist gezien HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 (*Verenigde Bootlieden*) waarin de Hoge Raad uitmaakt dat van schending van het gelijkheidsbeginsel van artikel 2:92/201 BW geen sprake is indien voor de ongelijke behandeling een redelijke en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen. Het lidmaatschap lijkt me een redelijke en objectieve rechtvaardigingsgrond. Misbruik van de verstrekte informatie voor financieel gewin kan in principe adequaat bestreden worden door de verbodsbepalingen van het gebruik van voorkennis.

121. Zie: Raaijmakers 2004, p. 3-10.

### 2.13 Informatieverstrekking

Bestuurders en commissarissen zijn aan de kapitaalverschaffers van de onderneming verantwoording schuldig. Samenhangend met de verantwoordingsplicht kent het tweede lid van artikel 2:107 BW aan het bestuur en de RvC de plicht toe om de AVA alle verlangde inlichtingen te verschaffen, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet. Naar mijn mening heeft ook de individuele aandeelhouder recht op inlichtingen, mits daartoe op de vergadering wordt verzocht, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet.<sup>122</sup> De AVA kan de individuele aandeelhouder dit recht niet ontzeggen noch kan zij bepalen dat het bestuur op een verzoek om inlichtingen niet zou hoeven te antwoorden. De heersende leer is dat ter vergadering iedere aandeelhouder om inlichtingen kan vragen.<sup>123</sup> Dit betekent niet dat elke aandeelhouder ook recht heeft op een antwoord. Gezien het grote aantal aandeelhouders is het immers ondoenlijk om elke aandeelhouder het recht te geven op beantwoording van elke vraag die hij stelt. Het is dan ook belangrijk dat de vergadering door de voorzitter in goede banen wordt geleid zodat een individuele vergadergerechtigde niet de gelegenheid krijgt om de dialoog met bestuur en commissarissen te monopoliseren. De individuele aandeelhouder heeft geen recht op (terstond) antwoord op elke door hem gestelde vraag. De voorzitter bepaalt hoe de discussie verloopt.<sup>124</sup> De bevoegdheid tot het verzoeken om inlichtingen dient te goeder trouw te worden uitgeoefend. Concreet betekent dit dat de gevraagde inlichtingen direct verband zullen moeten houden met het door bestuur en commissarissen gevoerde beleid, terwijl de interpellatie in overeenstemming met de voor de vergadering vastgestelde orderegels zal dienen te verlopen. Artikel 2:107 lid 2 BW verleent de individuele aandeelhouder aldus de wettelijke bevoegdheid om vragen te stellen en antwoorden te eisen tijdens de vergadering. Buiten vergadering kan

122. Zie tevens: Van der Grinten 1992, nr. 203.1 en Vletter-van Dort 2001, p. 66.

123. Zie: Van Solinge 1994, p. 45 Asser-Maeijer III, nr. 256, Van der Grinten 1992, nr. 203.1 en Vletter-van Dort 2001, p. 65. Anders: Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 64. Winter stelt dat de inlichtingen slechts dienen te worden gegeven indien de vergadering hier in vereiste meerderheid toe besluit. Ik ben het hier niet mee eens. De vennootschapsrechtelijke democratie zou er in zijn zienswijze wel heel armoedig uitzien wanneer iedere aandeelhouder voor een informatieverzoek een voorafgaand fiat van de vergadering nodig zou hebben. Juist voor minderheidsaandeelhouders is informatieverschaffing een belangrijk recht. Als zij hierbij afhankelijk zijn van de instemming van de meerderheidsaandeelhouder, wordt hen het recht op informatie bij onthouding van de instemming feitelijk ontnomen. Zie in dit verband ook: HR 1 maart 2002, *NJB* 2002, p. 672-673 (*Zwagerman*). In de praktijk gaat dit ook anders. Indien het informatieverzoek geen heikele kwestie betreft (zoals concurrentie- of koersgevoelige onderwerpen) wordt de gevraagde informatie veelal zonder voorafgaande stemming van de AVA gegeven.

124. Niet ongebruikelijk is dat de voorzitter ieder die over een bepaald agendapunt het woord verlangt, al zijn vragen en opmerkingen tezamen naar voren laat brengen, alvorens daarop wordt gereageerd. Deze gang van zaken mag de aandeelhouder niet uitsluiten van een tweede instantie, naar aanleiding van het antwoord of andere vragen en de antwoorden daarop. Zie: Van Solinge 1994, p. 45.

## HOOFDSTUK 2

een aandeelhouder uiteraard om inlichtingen verzoeken doch deze behoeven, mijns inziens, niet verstrekt te worden. Deze mening wordt breed gedragen.<sup>125</sup> Individuele aandeelhouders kunnen zeker niet buiten de vergadering inlichtingen krijgen over een procedure tegen de vennootschap of haar bestuurders.<sup>126</sup>

De verzochte inlichtingen mogen worden geweigerd indien een zwaarwichtig vennootschapsrechtelijk belang zich tegen verstrekking verzet. Met Maeijer, Timmerman en Vletter-van Dort ben ik van mening dat deze term restrictief moet worden uitgelegd.<sup>127</sup> Het is belangrijk dat aandeelhouders goed geïnformeerd worden en vennootschappen zouden zich dan ook niet lichtvaardig achter deze beperking moeten kunnen verschuilen. Indien ter vergadering verschil van mening blijkt te bestaan over de vraag of bestuur en/of de RvC terecht bepaalde informatie weigeren te verschaffen, lijkt het mij onjuist dat de beslissing terzake aan de AVA wordt opgedragen. Of de weigering terecht is, beslist in beginsel de voorzitter van de vergadering.

Een onvoldoende gemotiveerde weigering tot het verschaffen van informatie, kan leiden tot een verlies van vertrouwen in de zittende bestuursleden en/ of commissarissen. Dit zou in gewone vennootschappen kunnen leiden tot het ontslag van deze functionarissen door de AVA. Bij structuurvennootschappen zouden commissarissen bij een onterecht en/of herhaaldelijk weigeren van het bestuur vraagtekens kunnen zetten bij het functioneren van het bestuur. Wanneer de RvC niet ingrijpt of wanneer de weigering van hemzelf afkomstig is, is het mogelijk dat de AVA het vertrouwen in de gehele RvC opzegt, welk besluit het onmiddellijk ontslag van alle leden van de RvC tot gevolg heeft.<sup>128</sup> Daarnaast is het mogelijk dat de AVA bij de ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam overeenkomstig artikel 2:161 BW een verzoek tot ontslag van een commissaris doet. Aangezien de informatieplicht op het bestuur wordt gelegd en het niet mogelijk is om een orgaan van de vennootschap in rechte te betrekken, lijkt het mij dat aandeelhouders niet de vennootschap kunnen dwingen tot het verschaffen van de gevraagde inlichtingen.<sup>129</sup> Wanneer uit de weigering tot het verschaffen van informatie direct en aantoonbaar schade voortvloeit, kan een vordering op grond van onrechtmatige daad tegen één of meer bestuurders en/of commissarissen succesvol zijn.<sup>130</sup> Ook kan het ongemotiveerd en herhaaldelijk weigeren om informatie te verstrekken in het kader van een enquêteprocedure een rol spelen bij

---

125. Van der Grinten 1992, nr. 203.1, Buijn en Storm 1998, nr. 4.15, Asser-Maeijer 2-III, nr. 256 en Slagter 2005, nr. 67.

126. Pres. Rb. Amsterdam 22 mei 200, *KG* 2000, 129 (*World Online*) en Pres. Rb. Rotterdam 24 februari 2000, *JOR* 2000/57 (*Furness*).

127. Asser-Maeijer 2-III, nr. 256, Timmerman 1988, p. 309 en Vletter-van Dort 2001, p. 87. Anders: Van der Grinten 1992, nr. 203.1.

128. Artikel 2:161a BW.

129. Zie: Van der Grinten 1992, nr. 203.1.

130. Indien een vennootschap onjuiste informatie verschaft, kan dit tevens een onrechtmatige daad opleveren. Zie: Hof 's-Hertogenbosch 15 mei 1996, *JOR* 1996/70 gevolgd door HR 7 november 1997, *NJ* 1998, 268 (*VEB/Philips*).



het bepalen of gegronde redenen aanwezig zijn om aan een juist beleid te twijfelen.<sup>131</sup> Indien een op de AVA genomen besluit sterk is beïnvloed door de onterecht niet verschaft informatie, zouden belanghebbenden dit besluit ter vernietiging op grond van redelijkheid en billijkheid aan de rechter kunnen voorleggen. Aangezien de inlichtingenplicht een zo wezenlijk onderdeel is in de besluitvorming, lijkt het mij verder zeer wel denkbaar dat vernietiging van een besluit mogelijk is wegens strijd met wettelijke bepalingen die de totstandkoming van besluiten regelen.<sup>132</sup> Of een beroep op vernietiging zal slagen zal afhangen van de omstandigheden van het geval. Voor een geslaagd beroep op vernietiging is mijn inziens in ieder geval vereist dat:

- De niet verstrekte informatie ten onrechte niet verschaft is. Er verzet zich geen zwaarwichtig vennootschaprechtelijk belang tegen verstrekking.
- De ten onrechte niet verstrekte informatie was van wezenlijk belang voor de besluitvorming op de vergadering;
- Het aannemelijk is dat het op de vergadering genomen besluit anders was uitgevallen indien de informatie wel aan de vergadering was verschaft.

De communicatie op de aandeelhoudersvergadering en het verstrekken van informatie heeft ook de aandacht van de Europese Commissie. Artikel 9 van de richtlijn tot uitoefening van aandeelhoudersrechten beschrijft onder meer het recht om vragen te stellen voorafgaand aan de AVA.<sup>133</sup> Dit zou voor de Nederlandse wetgeving een verandering meebrengen, aangezien aandeelhouders nu slechts hun informatierecht op de AVA kunnen uitoefenen. In de toelichting gaat de Commissie nader in op de reikwijdte van het informatierecht. Er bestaat voor de aandeeluitgevende instelling een verplichting om vragen te beantwoorden met inachtneming van de maatregelen die noodzakelijk zijn om de goede orde van de vergadering, de vertrouwelijkheid en de bescherming van de zakelijke belangen te waarborgen. Daarnaast hoeft er geen antwoord gegeven te worden indien de aandeelhouder de gevraagde informatie eenvoudig kan verkrijgen omdat de uitgevende instelling deze beschikbaar heeft gesteld in de vorm van lijst met veelgestelde vragen plus antwoorden via haar website. De Commissie geeft lidstaten ruimte om maatregelen op te nemen om misbruik van het vragenrecht door aandeelhouders tegen te gaan. De Commissie noemt als mogelijkheid het instellen van een deadline voor het indienen van vragen. Door middel van een dergelijke deadline zouden ondernemingen de tijd hebben om een antwoord voor te bereiden. De tweede mogelijkheid die de Commissie noemt, maar verder niet uitwerkt,

131. Slagter 2005, p. 557. OK 21 september 1978, *NJ* 1979, 403 en OK 8 oktober 1998, *NJ* 1999, 348, TVVS 1998, p. 373- 376.

132. In de literatuur is dit een onderbelicht punt. Zowel Dumoulin, Van der Grinten, Maeijer, Slagter, Vletter-van Dort als Winter zwijgen op dit punt.

133. COM (2005) 685, Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de uitoefening van stemrechten door aandeelhouders van ondernemingen die hun statutaire zetel in een lidstaat hebben en waarvan de aandelen tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2004/109/EG.

## HOOFDSTUK 2

is dat lidstaten kunnen bepalen dat de voorzitter van de vergadering op bepaalde vragen niet hoeft te antwoorden.

Om het besluitvormingstraject op de AVA zinvol en efficiënt te laten verlopen, is het essentieel dat alle leden die aan het overleg deelnemen de juiste informatie eenvoudig kunnen verkrijgen. Om de vennootschapsrechtelijke democratie goed te laten functioneren, is het belangrijk dat aan aandeelhouders ruimhartig informatie wordt verstrekt en dat bestuurders en commissarissen niet lichtvaardig gebruikmaken van mogelijkheden om het informatierecht te beperken. Uiteraard brengt informatieverschaffing kosten met zich mee. Deze kosten kunnen worden beperkt door informatie via elektronische weg aan de aandeelhouders ter beschikking te stellen. Doordat bij een VGM de informatie niet alleen goedkoop maar ook zeer snel op het VGM-platform geplaatst kan worden, is het tevens mogelijk om aandeelhouders van de laatste ontwikkelingen op de hoogte te houden. Daarnaast kunnen aandeelhouders elkaar via het VGM-platform van informatie voorzien. Dit alles verkleint de informatieasymmetrie tussen aandeelhouders (onderling) en het bestuur zodat meer aandeelhouders meer betrokken raken en de vennootschap een betere corporate democracy verkrijgt.

### *Hoofdstuk 3*

## Effectenrechtelijke aspecten

Het functioneren van de AVA is mede afhankelijk van de wijze waarop het effectenrecht een aantal belangrijke kwesties regelt. Dit betreft in het bijzonder de overdracht van aandelen en de registratie van stemgerechtigden. Het is voor vennootschappen essentieel om voorafgaand aan de (virtuele) AVA de aanwezigheid en omvang van het stemrecht per aandeelhouder te kunnen bepalen. Daar overdracht van een aandeel leidt tot een andere stemgerechtigde op het aandeel, is nadere bestudering van de wijze van overdracht van een aandeel in een beursgenoteerde vennootschap noodzakelijk. Hierna kan de bepaling van de stemgerechtigdheid inzichtelijk gemaakt worden. Ik zal hierbij ingaan op de deponering van aandelen en de registratiedatum. De bestudering van de relevante regelgeving en praktijken helpt ons om een antwoord te formuleren op de vraag of er, en zo ja welke, effectenrechtelijke aandachtspunten met betrekking tot de VGM bestaan. Om de effectenrechtelijke aandachtspunten in kaart te brengen, zal ik beginnen met het beschrijven van de verschillende typen aandelen en de overdracht van aandelen. Hierna zal ik ingaan op de deponering van aandelen en de registratiedatum. De in de Wet giraal effectenverkeer (afgekort “Wge”) beschreven wijze waarop de aanspraak op het stemrecht wordt bepaald zal in de navolgende paragraaf centraal staan. Vervolgens ga ik in op een tweetal alternatieve mogelijkheden tot identificatie van de aandeelhouders om tot slot de gesignaleerde aandachtspunten te bespreken en waar mogelijk met een suggestie tot verbetering te komen.

### 3.1 De markt voor financiële instrumenten

De aan- en verkoop van aandelen geschiedt op een gespecialiseerde markt, de markt voor financiële instrumenten. Ingevolge artikel 5:26 van de Wet op het financieel toezicht (hierna “Wft”) mag een markt voor financiële instrumenten, ook wel effectenbeurs genoemd, slechts worden gehouden wanneer deze is erkend door de Minister van Financiën. In Nederland is de enige erkende effectenbeurs Euronext Amsterdam NV (hierna “Euronext Amsterdam”). Deze vennootschap is een dochtervennootschap van Euronext NV (hierna “Euronext”), die het product is van de fusie tussen de effectenbeurzen van Amsterdam, Parijs, Brussel en Lissabon. Op grond van de Wft oefent de Minister van Financiën toezicht uit op Euronext Amsterdam. De minister heeft deze bevoegdheid gedelegeerd aan de Autoriteit Financiële Markten (hierna “AFM”). Dit toezicht omvat echter niet het

## HOOFDSTUK 3

toelaten van fondsen tot notering, het schorsen of het doen vervallen van fondsen uit de effectenbeurs. De bevoegdheid om dergelijke beslissingen te nemen is door de minister bij Euronext Amsterdam neergelegd.<sup>1</sup>

### 3.2 Aandelen aan toonder en op naam

De naamloze vennootschap<sup>2</sup> kent twee soorten aandelen; aandelen aan toonder en aandelen op naam. Aandelen aan toonder in een NV kunnen uitsluitend bestaan indien aandelen aan toonder zijn uitgegeven. Het toonderstuk is een waardepapier, het aandeel wordt erin belichaamd en met het stuk overgedragen. Het aandeel is een vermogensrecht, het aandeelbewijs is een zaak in de zin van artikel 3:2 BW. Door het in omloop brengen van een aandeelbewijs aan toonder worden recht en zaak vereenzelvigd. Voor de uitoefening van het recht is immers bezit van het papier noodzakelijk en voor levering van het aandeel is in beginsel levering van het papier vereist. Tot 1 november 2000 kwamen alleen aandelen aan toonder van een Nederlandse vennootschap in aanmerking voor een notering aan Euronext Amsterdam. De ratio achter de regeling, dat slechts toonderstukken voor notering in aanmerking kwamen, was efficiëntie. Toonderstukken kunnen immers door de enkele overdracht van het aandeelbewijs worden verhandeld. Dit is een belangrijk verschil met aandelen op naam, waarbij de overdracht tevens door de vennootschap moet worden erkend of door middel van een akte aan de vennootschap moet worden betekend. De Wet giraal effectenverkeer (hierna “Wge”) gaf in zijn oorspronkelijke vorm ook slechts een regeling voor aandelen aan toonder.

Ook aandelen op naam kunnen als gevolg van een wijziging van de Wge sinds 2000 in het girale systeem worden opgenomen en giraal worden geleverd, tenzij de overdraagbaarheid statutair of bij voorwaarden van uitgifte is beperkt of uitgesloten.<sup>3</sup> Deze wijziging van de Wge past in een ontwikkeling van dematerialisatie van aandelen. Er is een tweetal nadelen dat een proces in gang heeft gezet om fysieke stukken zo veel mogelijk te beperken of uit te sluiten. Dit proces wordt dematerialisatie genoemd. Het eerste nadeel betreft het geven dat door het toenemende beursverkeer het drukken, bewaren en fysiek leveren van de papieren toonderstukken steeds kostbaarder en bezwaarlijker werd. Daarnaast kunnen toonderstukken, ingevolge artikel 3:86 BW, bij verlies of diefstal van eigenaar verwisselen wanneer een derde te goeder trouw de toonderstukken verworft.

- 
1. Zie voor meer achtergrondinformatie over de juridische aspecten van de markt voor financiële instrumenten: Hijink 2006, p. 458-463.
  2. Slechts van aandelen op naam in een NV kunnen aandeelbewijzen worden afgegeven, bij aandelen op naam in een BV is dit ingevolge artikel 2:175 lid 1 BW niet mogelijk.
  3. Artikel 8a Wge. Zie voor meer informatie over het toenmalige wetsvoorstel 27164 (*Stb.* 2000, 485): Van Pappelendam-Hemmen 2000, p. 376-381.

Het dematerialisatieproces bestaat uit een drietal fasen. De eerste fase in het proces van dematerialisatie is “immobilisatie”. Aandeelbewijzen worden sinds enige tijd vrijwel uitsluitend bewaard in kluizen van een centraal bewaarbedrijf. Voor Nederland is dit het centraal bewaarbedrijf Euroclear Nederland.<sup>4</sup> Dit is een door de minister aangewezen centraal instituut dat de afwikkeling van effectentransacties op Euronext Amsterdam verzorgt. Aandeelhouders houden bij een aangesloten instelling, bijvoorbeeld een bank of commissionair, een effectenrekening aan waarop hun aandelen geadministreerd worden. Aangesloten instellingen houden voor elke soort effecten een afzonderlijk verzameldepot. De aandelen van alle deelgenoten tezamen vormen dan het totale verzameldepot. Doordat deze administraties volledig geautomatiseerd zijn, wordt gesproken van “computerised securities”. De levering van een aandeel geschiedt door bijschrijving op naam van de verkrijger in de administratie van de aangesloten instelling.

De tweede fase is het belichamen van alle aandelen van een zelfde soort in één stuk dat de “global” genoemd wordt.<sup>5</sup> Deze global wordt bij het centraal bewaarbedrijf, Euroclear Nederland, bewaard. Losse aandeelbewijzen zijn niet meer beschikbaar. Dit lijkt in strijd met artikel 26 Wge waarin staat dat een deelgenoot recht heeft op uitlevering van de hoeveelheid effecten waarvoor hij deelgenoot is. Artikel 26 lid 1 Wge biedt de uitgevende instellingen echter de mogelijkheid om te bepalen dat uitlevering niet langer mogelijk is.

In de derde fase is volledige dematerialisatie mogelijk geworden. Door de wijziging van de Wge<sup>6</sup> kunnen aandelen op naam waarvoor geen fysieke stukken worden uitgegeven eveneens in het girale systeem worden opgenomen en geleverd, tenzij de overdraagbaarheid van die aandelen bij de statuten of de voorwaarden van uitgifte is beperkt of uitgesloten. Ook bestaande aandelen op naam kunnen in het girale systeem worden opgenomen. Euroclear Nederland is op grond van artikel 36 lid 6 Wge bevoegd om tot een girodepot behorende aandelen aan toonder op naam te stellen. Daarnaast schaffen veel beursgenoteerde vennootschappen de uitstaande aandelen aan toonder af en vervangen deze door aandelen op naam, niet belichaamd in enig stuk.<sup>7</sup> Hoewel er nauwelijks nieuwe toonderaandelen worden geëmitteerd, bevinden zich anno 2006 nog ongeveer drie miljoen fysieke effecten in de kluizen van Euroclear Nederland. Volledige dematerialisatie is aldus nog niet bereikt. De enige mogelijkheid om tot volledige dematerialisatie te komen, is door een wetswijziging. Een bij wet verplichte demate-

4. Zie voor meer informatie: <[www.euroclear.com](http://www.euroclear.com)>.

5. Zie over de global: Van Bruggen 2000, p. 182-185 en Van Dijk 2001b, p. 336-338.

6. Artikel 38 Wge. Zie over deze wetswijziging: Verjans 2002, p. 465-471 en de reactie hierop van Van den Hoek 2002, p. 675-677.

7. Zie bijvoorbeeld de aandeelhoudersvergadering van Aegon NV van 25 april 2006 alwaar een dergelijk besluit is genomen. Zie: <<http://www.aegon.com/displayframe-1-8-1-1.html>>.

8. Het streven naar een bij wet verplichte dematerialisatie wordt gesteund door de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB), de Vereniging van Effectenuitgevende Organisaties (VEUO), Euronext en Euroclear Nederland.

### HOOFDSTUK 3

realisatie wordt gesteund door een aantal belangrijke partijen<sup>8</sup> en is in Europees verband niet uitzonderlijk.<sup>9</sup>

Voor iedere soort effecten houdt een bij Euroclear Nederland aangesloten instelling (“AI”) een verzameldepot aan waarin rekeninghouders bij die instelling deelgenoot zijn. De aangesloten instellingen houden rekeningen aan bij Euroclear Nederland dat voor elke soort effecten een afzonderlijk girodepot aanhoudt. Het aandeel van een aangesloten instelling bij een girodepot behoort tot het betrokken verzameldepot. De deelgenoten bij een aangesloten instelling zijn daardoor ook indirect deelgenoot in het girodepot. Levering van effecten geschiedt als levering van (een gedeelte) van het aandeel in het verzameldepot.<sup>10</sup> Ingevolge artikel 17 Wge komt deze levering tot stand door bijschrijving van de effecten op naam van de verkrijger in de administratie van de betrokken instelling. Wanneer koper en verkoper cliënt zijn bij verschillende instellingen, wordt naast de bovenbeschreven handeling de bijschrijving op naam van de verkrijgende instelling in de administratie van het centraal instituut vereist. De girale afwikkeling van effectentransacties maakt het overbodig de fysieke toonderstukken te leveren. Dit alles heeft ten doel om de bewaar- en transactiekosten zo veel mogelijk te beperken. Wanneer gebruik wordt gemaakt van een global is uitlevering van losse stukken niet meer mogelijk. Aandeelhouders kunnen echter wel om “uitlevering” vragen door inschrijving in het aandelenregister van de vennootschap, tenzij de vennootschap de uitlevering, overeenkomstig artikel 26 Wge, onmogelijk heeft gemaakt. De meeste beursvennootschappen hebben van deze mogelijkheid gebruikgemaakt. De vennootschap kan op grond van artikel 50a Wge in haar aandeelhoudersregister Euroclear Nederland of de aangesloten instellingen opnemen als aandeelhouder en hoeft aldus niet langer de afzonderlijke gerechtigden tot de aandelen op naam te vermelden.

### 3.3 Overdracht van aandelen

Het is voor vennootschappen essentieel om voorafgaand aan de (virtuele) AVA de aanwezigheid en omvang van het stemrecht per aandeelhouder te kunnen bepalen. Daar overdracht van een aandeel leidt tot een andere stemgerechtigde op het aandeel, is nadere bestudering van de wijze van overdracht van een aandeel in een beursgenoteerde vennootschap noodzakelijk. Ik ga hierbij uit van twee beleggers, te weten A en B, die met elkaar handelen en die beiden een beleggingsrekening

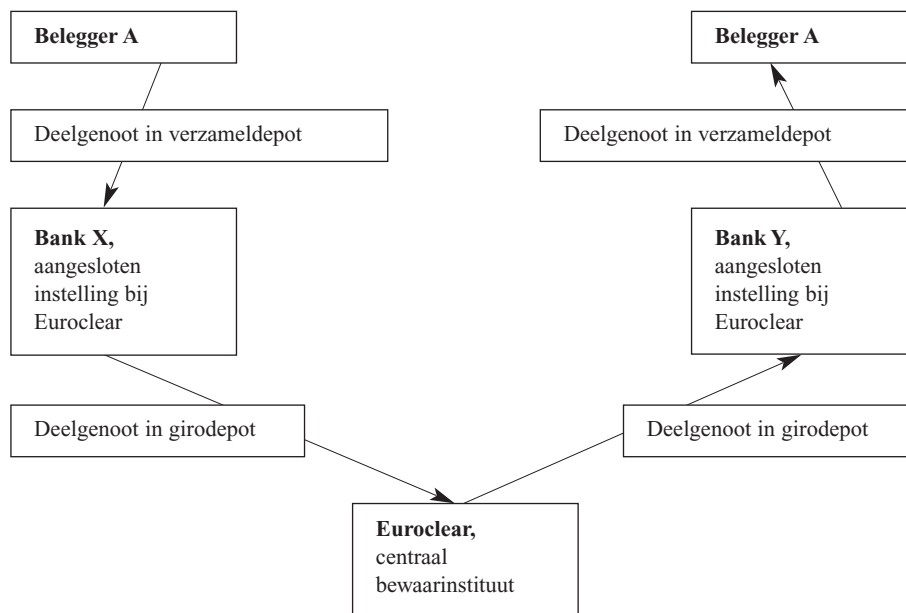
---

9. In bijvoorbeeld Frankrijk, Finland en Griekenland zijn beursgenoteerde aandelen per definitie gedematerialiseerd. Zie Winter 2000, p. 22 en de daar aangehaalde literatuur. Ook België heeft inmiddels tot gedwongen dematerialisatie besloten. Per 1 januari 2008 mogen nieuwe emissies niet meer in toondervorm plaatsvinden en in 2014 worden de bestaande fysieke effecten van rechtswege omgezet in effecten op naam.

10. Met Schim en Huizink ben ik van mening dat er strikt genomen geen sprake is van levering. De schuldeiser verkrijgt niet een goed dat tevoren tot het vermogen van de schuldenaar behoorde. Zie: Schim 2006, p. 27 en Huizink 2008, p. 26.

aanhouden bij verschillende banken, te weten bank X en Y. A heeft 1000 aandelen Unilever die hij wil vervreemden. B wil juist 1000 aandelen Unilever verkrijgen. A en B verhandelen deze aandelen met elkaar tegen de actuele beurskoers van het aandeel Unilever. Aangezien de effectenhandel voor het overgrote deel anoniem verloopt, weten A en B niet wie hun wederpartij is.

Figuur 3.1. Effectenrechtelijke overdracht



Effectenrechtelijk gebeurt er in dit voorbeeld het volgende: A is deelgenoot in het verzameldepot bij bank X. Bank X is, als aangesloten instelling, deelgenoot in het girodepot van Euroclear. Wanneer A en B de hiervoor beschreven transactie overeenkomen, worden de verhandelde aandelen in het girodepot van Euroclear op naam van bank Y geschreven. Bank Y schrijft B bij als deelgenoot in het verzameldepot Unilever, terwijl bank X juist A uitschrijft als deelgenoot.<sup>11</sup> Dit alles verloopt volledig geautomatiseerd en er komt geen fysiek aandeelbewijs aan te pas.

11. De overdracht van aandelen hoeft niet op de geschetste wijze te verlopen. Het is ook mogelijk dat bank X en bank Y bij elkaar effectenrekeningen aanhouden. De overdracht van de aandelen Unilever kan dan (mede) geschieden door bij- en afschrijvingen op de effectenrekeningen die banken bij elkaar aanhouden. Indien belegger A en B bij dezelfde financiële instelling een effectenrekening aanhouden, kunnen hun aan- en verkooporders tegen elkaar (of tegen de positie van de financiële instelling) worden weggestreepd. Slechts het saldo, dus alleen één koop- of verkooporder wordt in de markt geplaatst. Dit wordt in-house matching genoemd. Zie: <www.afm.nl>.

## HOOFDSTUK 3

Dit hele proces wordt clearing en settlement genoemd. Clearing is het proces dat aan het eind van een handelsdag de transacties van de aangesloten instellingen bij elkaar optelt en saldeert om vervolgens de nieuwe posities te kunnen bepalen. Op Euronext Amsterdam wordt dit door LCH.Clearnet Amsterdam verzorgd.<sup>12</sup> Settlement is het proces dat de uiteindelijke afhandeling verzorgt door het bijwerken van het girodepot bij de aangesloten instelling (custodian), waardoor de belegger ook echt als aandeelhouder te boek komt te staan. Euroclear Nederland<sup>13</sup> is voor Euronext Amsterdam de Central Securities Depository (“CSD”).<sup>14</sup>

### 3.4 Leveringsmoment nader bekeken

In de vorige paragraaf is naar voren gekomen dat deelgenootschap van een aandeelhouder in een verzameldepot van zijn bank ontstaat door levering, oftewel door de bijschrijving in het relevante deel van de administratie van de aangesloten instelling. Om de gerechtigdheid tot dividend of stemming te bepalen is het essentieel om te bekijken op welk tijdstip de levering exact plaatsvindt. Bij transacties op Euronext Amsterdam zitten vrijwel altijd drie dagen tussen het moment van het sluiten van de koop of verkoop en het moment van bij- of afschrijving. Drie dagen na de beurstransactie krijgt de koper de aandelen aldus geleverd door bijschrijving en tegen betaling van de koopsom. De verkoper verliest op dat moment zijn gerechtigdheid tot de aandelen maar ontvangt hiervoor de koopsom. Deze gang van zaken wordt ook wel “settlement op T+3” genoemd.<sup>15</sup> Hoewel banken in de praktijk slechts één bericht sturen naar aanleiding van de transactie, vereist artikel 25 lid 2 Wge dat banken ook van de bij- en afschrijving in hun administratie een kennisgeving verzenden. Er blijken grote verschillen te bestaan in de manier waarop banken de koper berichten omtrent de uitvoering van transacties. Er bestaan drie systemen<sup>16</sup>:

1. Banken sturen een bericht naar de koper waaruit blijkt dat de aandelen al per de transactiedatum aan de effectenportefeuille van de koper zijn toegevoegd.
2. Banken berichten de koper de registratie van de transactie én dat de aandelen drie dagen later op zijn rekening zullen worden bijgeschreven.
3. Banken melden de koper dat de aandelen per transactiedatum zijn bijgeschreven onder de ontbindende voorwaarde dat de bank door bijschrijving van

12. Zie: <www.lchclearnet.com> en Hendrikse 2006, p. 470-474 en Van Beek, 2002.

13. Zie: <www.euroclear.com> en Spanjer en Zebregs 2006, p. 474-480.

14. Rond de eeuwwisseling zijn vele centrale girale instellingen – ook wel Central Securities Depositories, (afgekort “CSD”) genoemd – verbindingen met elkaar aangegaan om grensoverschrijdende effectentransacties te faciliteren. Daarnaast zijn veel CSD's samengegaan tot internationaal opererende clearingkantoren (ICSD). Zo is het Nederlandse Necigef opgegaan in Euroclear. Euroclear verzorgt samen met haar concurrent Clearstream circa 70% van de Europese grensoverschrijdende effectentransacties. Zie: Fairlamb, 2001, p. 26.

15. Waar in het verleden gewerkt werd met settlement op T+7 wordt tegenwoordig internationaal de standaard T+3 gehanteerd. Met de huidige stand van de techniek is in principe ook settlement op T+0 mogelijk. De wet van de remmende voorsprong, oftewel de internationale acceptatie van T+3, verhindert voornamelijk een overstap op T+0.



zijn rekening bij Euroclear Nederland de desbetreffende aandelen daadwerkelijk na drie dagen verkrijgt.

Het overgrote deel van de Nederlandse aangesloten instellingen hanteert het derde systeem. Hoewel het tijdstip van notificatie van transacties aan cliënten voor bepaling van de stemgerechtigdheid niet van belang is, kan het feit dat verschillende systemen naast elkaar worden gehanteerd tot problemen leiden. Ik noem als voorbeeld dat de bank van de verkoper de aandelen per transactiedatum van zijn rekening afschrijft, terwijl de aandelen door de bank van de koper pas na drie dagen op zijn rekening worden bijgeschreven. De vraag is wie gedurende de drie tussenliggende dagen gerechtigde tot de aandelen is. Is noch de verkoper noch de koper deelgenoot wat betreft die aandelen in de tussenliggende drie dagen? Wie moet als stemgerechtigde worden geregistreerd wanneer de registratiedatum op één van deze drie dagen valt? Indien de transactie uit het voorbeeld in de omgekeerde richting plaatsvindt, rijst de vraag of zowel de koper als de verkoper gedurende deze drie dagen deelgenoot zijn. Dit zou als gevolg kunnen hebben dat, wanneer de registratiedatum voor de aandeelhoudersvergadering in deze periode valt, zowel de koper als verkoper voor dezelfde aandelen als stemgerechtigd worden geregistreerd. Een bijkomende complicatie is dat professionele partijen onderling transacties kunnen verrichten waarbij ze een andere datum dan T+3 overeenkomen. Ook wanneer de koper en de verkoper beiden een effectenrekening bij dezelfde bank aanhouden, kan de bank los van T+3 de bij- en afschrijving direct laten plaatsvinden.

Gezien de beschreven complicaties is het niet goed mogelijk om eenduidig aan te geven hoe banken vaststellen wie per een bepaalde datum deelgenoten zijn.<sup>17</sup> Ook de wetgever heeft geen systeem voorgeschreven of uitgesloten. Uit de wet, artikel 17 Wge in het bijzonder, vloeit voort dat de administratie van de banken beslissend is voor de vaststelling van deelgenootschap en voor de daaruit voortvloeiende stemgerechtigdheid. De verantwoordelijkheid voor een correcte administratie om zowel dubbelstellingen als het uitsluiten van aandelen bij registraties te voorkomen, berust dan ook bij de banken.

Bij de vaststelling van de stemgerechtigdheid van aandeelhouders stuiten de vennootschappen op allerlei problemen die gerelateerd zijn aan de verschillende wijzen waarop aandelentransacties door de aangesloten instellingen worden verwerkt. Frappant is dat deze problemen wat betreft dividenduitbetaling niet tot noemenswaardige complicaties leiden.<sup>18</sup> Dit staat echter in scherp contrast met de

16. Winter en Van Ginneken 2000, p. 330.

17. Winter 2000, p. 39.

18. Van den Hoek 2003, p. 476. Overigens kan ook bij het uitbetalen van dividend het probleem optreden dat niet geheel duidelijk is wie gerechtigd is waardoor er dubbel dividend wordt uitbetaald of het dividend blijft 'hangen' bij een intermediair. Ten opzichte van uitgevende instellingen kan de integriteit van de emissie niet worden gewaarborgd. Met de integriteit van de emissie wordt bedoeld dat te allen tijde verzekerd is dat het aantal in de girale systemen (en daarbuiten) opgenomen effecten identiek is aan het aantal door de uitgevende instelling uitgegeven effecten. Zie: Euroclear 2008, p. 10.

## HOOFDSTUK 3

vaststelling van de stemgerechtigdheid. De belangrijkste reden voor dit contrast is dat dividend slechts “downstream” gaat en een uitgebrachte stem ook weer door de keten “upstream” moet.<sup>19</sup> Een andere reden is dat dividendbetalingen geheel geautomatiseerd, gecentraliseerd en gestandaardiseerd verlopen, waar bijvoorbeeld het verzamelen van stemmen of stemvolmachten in belangrijke mate paper-based, gefragmentariseerd en inefficiënt verloopt. In paragraaf 3.9 zal ik hier nader op ingaan.

### 3.5 Deponering van aandelen

Om voorafgaand aan de vergadering vast te stellen wie gerechtigd zijn tot uitbrenging van welk aantal stemmen, biedt de wet twee systemen. Vennootschappen kunnen voor de administratie van hun aandeelhouders gebruikmaken van deponering of van een registratiedatum (zie paragraaf 3.6). Aandelen kunnen tijdelijk worden geblokkeerd door deze bij de aangesloten instelling te deponeren. De ratio achter het deponeren van aandelen is dat vennootschappen zekerheid verkrijgen dat degene die zich uitgeeft als aandeelhouder dit op het moment van de AVA ook daadwerkelijk is. Statutair wordt daarom nogal eens bepaald dat een aandeelhouder die ter vergadering zijn rechten wil uitoefenen, verplicht is zijn aandelen enige dagen voor de aandeelhoudersvergadering in bewaring te geven bij een daartoe aangewezen depotbank.<sup>20</sup> De depotbank geeft de aandeelhouder hiervan een depotbewijs, wat vaak tevens als toegangsbewijs voor de AVA fungeert, en blokkeert de in bewaring gegeven aandelen tot na de vergadering. Aandeelhouders die aan een ander een volmacht geven, dienen eveneens hun aandelen te deponeren zodat geverifieerd kan worden of de volmachtgever een aandeelhouder vertegenwoordigt die op het moment van vergadering ook nog aandeelhouder is. Aandeelhouders hebben de keuze om een deel of het gehele aandelenkapitaal te deponeren. Uiteraard kan slechts voor het gedeponeerde deel een stem worden uitgebracht. Voor het niet gedeponeerde deel kunnen zij slechts stemmen met de voeten.

Er zijn twee grote bezwaren tegen het systeem van deponering. Deze hebben betrekking op de werking en op de wenselijkheid van deponering van aandelen. Wat de werking betreft kunnen er serieuze vraagtekens worden gezet bij de water-

---

19. Indien een aandeelhouder dient te kiezen tussen cash- of stockdividend gaat er ook informatie upstream. Dergelijke keuzes worden echter door banken sterk vereenvoudigd door het eenmalig instellen van ‘defaults’. Hiermee geeft een aandeelhouder voor al zijn beleggingen aan in welke vorm hij het dividend wenst te ontvangen.

20. Artikel 2:117 lid 3 BW: “...*Wanneer bij de statuten is bepaald dat de houders van aandelen de bewijsstukken van hun recht vóór de algemene vergadering in bewaring moeten geven, worden bij de oproeping voor die vergadering vermeld de plaats waar en de dag waarop zulks uiterlijk moet geschieden. Die dag kan niet vroeger worden gesteld dan op de zevende dag voor die der vergadering...*”.

dichtheid van het blokkeringsysteem. Aandelen worden in de praktijk niet altijd geblokkeerd of de blokkering wordt opgeheven.<sup>21</sup> Zeker wanneer een aandeelhouder een door zijn aandelen gedekte calloptie schrijft, en deze optie wordt uitgeoefend, zullen banken het financiële belang laten prevaleren en de aandelen, ondanks de blokkering, uit het effectendepot lichten.<sup>22</sup> Dit kan tot gevolg hebben dat op de aandeelhoudersvergadering stemmen worden meegeteld van personen die op dat moment geen aandeelhouder meer zijn.

Het tweede bezwaar tegen de deponering van aandelen is dat dit voor aandeelhouders niet wenselijk en in sommige gevallen zelfs onaanvaardbaar is. Aandeelhouders worden immers ernstig in hun beleggingsvrijheid dan wel hun stemrecht beperkt. Wanneer er niet gedeponereerd wordt, kan er niet worden gestemd. Wanneer er wel gedeponereerd wordt, kan er niet worden verkocht. In het bijzonder voor professionele beleggers is deze beperking van hun handelsvrijheid onaanvaardbaar, waardoor er niet (geheel) wordt gedeponereerd en er niet, of slechts op het gedeponereerde gedeelte van de aandelen, kan worden gestemd. De deponeringsplicht is voor aandeelhouders dan ook een serieuze belemmering en daarmee één van de oorzaken van het aandeelhouderabsenteïsme.

### 3.6 De registratiedatum

Ook de wetgever herkende de bezwaren verbonden aan de blokkering van aandelen. Medio 1999 werd er dan ook bij de Tweede Kamer een wetsvoorstel ingediend om het voor naamloze vennootschappen mogelijk te maken bij aandeelhoudersvergaderingen het “record date” systeem te hanteren.<sup>23</sup> Wanneer een aandeelhouder op een registratiedatum als aandeelhouder wordt geregistreerd, wordt hij ook op het moment van vergadering als zodanig behandeld, ongeacht of hij ondertussen de aandelen heeft vervreemd. Artikel 2:119 BW bepaalt dat het bestuur van een NV door de AVA kan worden gemachtigd om bij het bijeenroepen van de algemene vergadering een registratiedatum vast te stellen. Het staat de aandeelhoudersvergadering vrij om te bepalen of de machtiging herroepelijk dan wel onherroepelijk is. Indien geen keuze is gemaakt, is de machtiging herroepelijk.<sup>24</sup> De machtiging aan het bestuur kan voor maximaal vijf jaar worden verleend, doch wanneer de bevoegdheid van het bestuur statutair wordt vastgelegd, geldt zij voor onbepaalde tijd. Wanneer vennootschappen statutair hebben vastgelegd dat een aandeelhouder op de dag van de aandeelhoudersvergadering aandeelhouder moet zijn, zou het hanteren van een registratiedatum in strijd kunnen

21. Zie ook de mening van de Minister van Justitie: *Kamerstukken II 1998/99*, 26 668, nr. 3, p. 3 en Winter 1998a, p. 91.

22. Zie: Van Ginneken 1999, p. 404-410.

23. Wetsvoorstel “Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de mogelijkheid een registratiedatum te bepalen voor de uitoefening van stem- en vergaderrechten in de naamloze vennootschap”, *Kamerstukken II 1998/99*, 26 668.

24. *Kamerstukken II 1998/99*, 26 668, B, p. 1.

### HOOFDSTUK 3

zijn met de statuten. De Minister van Justitie heeft naar aanleiding van Kamervragen van de CDA-fractie gesteld dat er ondanks een dergelijke statutaire bepaling toch rechtsgeldig kan worden gestemd door een geregistreeerde aandeelhouder die inmiddels zijn aandelen aan een ander heeft vervreemd.<sup>25</sup>

Lid 2 van artikel 2:119 BW bepaalt dat de registratiedatum ten hoogste dertig dagen voor de datum van de algemene vergadering van aandeelhouders mag liggen.

#### 3.6.1 Registratiedatum bij het Communicatiekanaal

Het Communicatiekanaal Aandeelhouders was in 1998 een belangrijke aanleiding om het record date systeem in te voeren. Het doel van het Communicatiekanaal is immers de communicatie tussen vennootschappen en hun aandeelhouders te vergemakkelijken door bedrijfsinformatie door te sturen en het stemmen per volmacht te faciliteren. Om het vennootschappen mogelijk te maken om voorafgaand aan de vergadering hun aandeelhouders informatie toe te zenden, is het noodzakelijk dat op enig moment voorafgaand aan de vergadering wordt vastgesteld aan wie de stukken dienen te worden verzonden. Om dit vast te stellen heeft het Communicatiekanaal in samenwerking met de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) en Euronext Amsterdam een stemprocedure opgesteld. Deze stemprocedure begint met een mededeling van de vennootschap aan Euronext Amsterdam waarin aangegeven wordt dat de vennootschap informatie en stamstructieformulieren wil verzenden aan haar aandeelhouders. Deze mededeling dient minstens veertig kalenderdagen voor verzending te worden gedaan en gaat vergezeld van een schema met belangrijke data. Euronext Amsterdam geeft de mededeling en het schema door aan de deelnemende banken. De verdere stemprocedure draait om vier kerndata.<sup>26</sup>

1. De voorregistratiedatum. Op deze datum registreren de deelnemende banken de aandeelhouders in een bepaalde vennootschap die hebben aangegeven deel te willen nemen aan het Communicatiekanaal. De som van deze aandeelhouders geeft de vennootschap een indicatie hoeveel jaarverslagen er ongeveer gedrukt en verzonden moeten worden.
2. De verzendregistratiedatum. Banken dienen op deze dag vast te stellen wie aan het einde van de handelsdag in hun administratie als aandeelhouder geregistreerd staan en tevens willen deelnemen aan het Communicatiekanaal. Banken dienen de door hen verzamelde gegevens door te geven aan Euronext, dat op haar beurt de totale aantallen aandeelhouders doorgeeft aan de vennootschap. Tevens verstrekt Euronext een aandeelhouderslijst in elektronische vorm aan een verzendhuis.<sup>27</sup> Bij het vaststellen van deze aandeelhouders ko-

25. *Kamerstukken II 1998/99*, 26 668, nr. 5, p. 5.

26. Overige data en de onderlinge samenhang tussen de verschillende data staan uitgebreid beschreven op <[www.communicatiekanaal.nl](http://www.communicatiekanaal.nl)>.

27. Het verzendhuis voor het Communicatiekanaal is ICS Europe, een dochtervennootschap van ADP. ADP is een Amerikaanse vennootschap die ongeveer 90% van de proxy voting in de Verenigde Staten verzorgt. Zie: <[www.adp.com](http://www.adp.com)>.

men banken de problemen met “settlement op T+3” tegen. Een ander gegeven dat banken dienen te registreren, is welke professionele aandeelhouders op eigen naam een effectenrekening aanhouden ten behoeve en voor rekening en risico van achterliggende partijen. Deze aandeelhouders worden omnibusrekeninghouders genoemd. Deze veelgebruikte constructie zorgt voor extra complicaties. Veel institutionele beleggers houden hun aandelen wereldwijd aan bij een global custodian. Dit is een internationaal opererende bank die voor haar Nederlandse aandelenposities één effectenrekening bij een Nederlandse aangesloten instelling opent. Deze rekening wordt de omnibusrekening genoemd. Samengevat komt het erop neer dat buitenlandse beleggers in Nederlandse vennootschappen hun aandelen via effectenrekeningen bij buitenlandse banken houden die vervolgens voor al hun cliënten een omnibusrekening aanhouden bij een Nederlandse bank. De Wge wijst de omnibusrekeninghouders aan als formeel aandeelhouder. De omnibusrekeninghouder is tenslotte deelgenoot in het verzameldepot.<sup>28</sup> Global custodians kunnen hierdoor onbewust en ongewenst formeel (groot)aandeelhouder zijn bij Nederlandse beursvennootschappen.<sup>29</sup> Veel beleggers die hun aandelen via een dergelijke constructie houden, verwachten dat ze stemgerechtigd als aandeelhouder zijn terwijl ze dat formeel niet zijn. Omnibusrekeninghouders en achterliggende beleggers hebben gezamenlijk de verantwoordelijkheid om vast te stellen wie bevoegd is tot het uitoefenen van de stemrechten op de aandelen en wie het stemrecht ook daadwerkelijk zal gaan uitoefenen. In de praktijk worden over het laatste punt contractuele afspraken gemaakt.

3. De Verzenddatum. Op deze dag vindt de oproeping voor de AVA plaats door middel van het verzenden van informatiepakketten en de steminstructieformulieren. De verzenddatum dient minstens acht dagen voor de registratiedatum te liggen zodat aandeelhouders ruim de tijd hebben om hun stemgedrag te bepalen en het steminstructieformulier terug te sturen.
4. De Registratiedatum. Op deze datum houden de banken een nieuwe computerrun waarmee de gegevens van de aandeelhouders vast komen te staan die na verwerking van alle bij- en afschrijvingen in hun administratie als deelgenoot in de betreffende verzameldepots gerechtigd tot de aandelen zijn. Het aantal stemmen dat de aandeelhouder op de AVA mag uitbrengen wordt berekend aan de hand van het aantal aandelen dat de aandeelhouder op de registratiedatum heeft.

### 3.7 Evaluatie deponering en registratiedatum

Uit artikel 2:117 en 2:118 BW volgt dat slechts aandeelhouders bevoegd zijn om de aandeelhoudersrechten uit te oefenen. Bij een registratiedatum is het mogelijk

28. De Hoge Raad heeft deze consequentie bevestigd in HR 23 september 1994, *NJ* 1996, 461.

29. Roth 2003, p. 73-80 en Perrick 1997, p. 97-100.

### HOOFDSTUK 3

dat degene die op de AVA stemgerechtigd is geen aandeelhouder meer is. Ook is het mogelijk dat degene die op de dag van de AVA aandeelhouder is toch niet stemgerechtigd is. Deze situaties verdragen zich niet goed met de uitgangspunten van de bovengenoemde artikelen. Het idee dat oud-aandeelhouders belangrijke beslissingen mogen nemen, kan de schijn wekken dat het aandeel en de daaraan verbonden rechten wellicht toch niet onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn.<sup>30</sup> Deze bedenkingen moeten ook weer niet overdreven worden. Zeker wanneer de registratiedatum niet al te ver voor de vergaderdatum ligt, is het zeer waarschijnlijk dat het economische belang en de zeggenschapsrechten in dezelfde persoon vertegenwoordigd zijn.<sup>31</sup> Hoewel in “oorlogstijd” het handelsvolume vaak toeneemt en het economisch belang en het zeggenschapsrecht bij verschillende personen kunnen berusten, hoeft dit niet tot problemen te leiden. In de Verenigde Staten mag het bestuur over het algemeen een registratiedatum vaststellen die zelfs zestig dagen voor de AVA ligt. Een dergelijke registratietermijn leidt aldaar nauwelijks tot problemen en wordt gerechtvaardigd door het mogelijk maken van een evenwichtig systeem van proxy solicitation.<sup>32</sup> Ook in Nederland rechtvaardigen de voordelen van een registratiedatum de mogelijkerwijs aanwezige nadelen.<sup>33</sup> Een registratiedatum biedt immers vennootschappen de mogelijkheid om aandeelhouders voorafgaand aan de vergadering informatie te doen toekomen en eventueel volmachten te verwerven.<sup>34</sup> De wetgever heeft in 1999 dan ook besloten om een registratiedatum wettelijk mogelijk te maken. Er is toentertijd veel discussie geweest over de minimale periode die tussen de registratiedatum en de AVA in mag liggen.<sup>35</sup> De wetgever koos voor een termijn van acht dagen maar

- 
30. De hoofdregel luidt dat het stemrecht onlosmakelijk verbonden is aan het aandeel en niet los daarvan kan worden overgedragen. Zie Asser-Maeijer 2-III, nr. 285 en Handboek nr. 217.
  31. Een voorbeeld: Het AEX-fonds ING Groep N.V. had in 2007 2.098.000.000 uitstaande aandelen. Het gemiddelde handelsvolume ligt per dag rond de 12 miljoen aandelen. Dit betekent dat er per dag slechts een paar promille van het totaal uitstaande aandelen verhandeld wordt en per handelsweek ongeveer twee procent. Hierin zullen echter veel dubbeltellingen voorkomen gezien de handelsstrategieën van korte termijn beleggers zoals day-traders. In “oorlogstijd” zal het handelsvolume veel hoger liggen.
  32. Zie bijvoorbeeld de regeling in de staat Delaware, Delaware General Corporate Law § 213 en voor een nadere uitleg hiervan paragraaf 8.3.5 en verder.
  33. Van Ginneken 1999, p. 404-410.
  34. Zie over de mogelijkheden om stemmensteun of volmachten via de VGM te verwerven: paragraaf 7.4.4.
  35. Tegenstanders van een ruime registratietermijn waren met name bevreemd voor het te zeer uiteenlopen van geregistreerden en aandeelhouders. Hun principiële argument was dat het aandeel en de daaraan verbonden rechten onlosmakelijk met elkaar verbonden dienen te zijn. Voorstanders van een ruimere registratietermijn stelden dat een verruiming noodzakelijk is om een goede proxy solicitation te bewerkstelligen. Daarnaast stelden de voorstanders dat het principiële argument geen hout snijdt daar het aandeel en de daaraan verbonden rechten door bijvoorbeeld seclending in feite reeds afzonderlijk verkrijgbaar zijn. Zie voor een uiteenzetting van de argumenten voor en tegen een ruimere registratietermijn: Van Ginneken 1999, p. 404-410.

heeft deze termijn per 1 januari 2007 op dertig dagen gesteld. De wetgever heeft er niet voor gekozen om de registratiedatum verplicht te stellen. Vennootschappen hebben dus de keuze tussen deponering of een registratiedatum. Omdat Nederland de mogelijkheid van het deponeren openhoudt wordt ons land door corporate governance service providers aangemerkt als blocking country.<sup>36</sup> Corporate governance service providers, zoals RiskMetrics ISS en Glass Lewis, stellen dat Nederland dit predicaat verliest als alle beursvennootschappen overgaan op een registratiedatum van minimaal dertig dagen voorafgaand aan de AVA. Daarnaast dienen alle schakels tussen de beursvennootschap en de eindbelegger (zoals custodians en serviceprovider) hun systemen in te richten op het niet blokkeren van aandelen. Zolang aan deze voorwaarden niet voldaan is, geven een aantal corporate governance service providers aan hun cliënten het advies om in een blocking country niet, of niet voor het volledige aandelenpakket, een stem uit te brengen.<sup>37</sup> Drie beursvennootschappen (Royal Dutch Shell, Reed Elsevier en Unilever) hebben een statutaire zetel in het Verenigd Koninkrijk, een land dat niet het predicaat blocking country draagt. Het bij deze vennootschappen gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen lag in 2006 op 50,5%. Dit is aanmerkelijk hoger dan een gemiddelde van 36,4% en 38,6% voor respectievelijk AEX- en AMX-vennootschappen. Illustratief is de stijging van het aantal uitgebrachte stemmen op de algemene vergadering van Shell: van 24,6% in 2005 als Nederlands Koninklijke Olie naar 48,0% in 2006 als Brits Royal Dutch Shell. Gezien deze cijfers acht ik het aannemelijk dat de opkomst aanzienlijk zal stijgen als Nederland niet meer als blocking country aangemerkt wordt. Vanwege deze stijging én het feit dat er in Nederland nog maar een handvol beursvennootschappen zijn die gebruik maken van deponering, pleit ik voor een verplicht gebruik van een registratietermijn van minimaal dertig dagen.<sup>38</sup>

### 3.8 Bepaling van de stemgerechtigdheid op basis van de Wge

In de vorige paragrafen is naar voren gekomen welke tijdstippen er gebruikt kunnen worden om de stemgerechtigdheid te bepalen. Bij een registratiedatum ligt het tijdstip om de stemgerechtigdheid te bepalen voorafgaand aan de AVA, terwijl dit tijdstip bij deponering van aandelen bij de aanvang van de AVA ligt. In deze

36. Abma 2006, p. 169-177.

37. Het advies om in blocking countries niet te stemmen kwam duidelijk naar voren in de presentatie van Jillis Herpers van RiskMetrics Group-ISS op het congres 'Stemmend Nederland' op 14 februari 2008 te Amsterdam.

38. Ook de Richtlijn aandeelhoudersrechten (2007/36/EG) verbiedt het blokkeren van aandelen om vast te stellen wie aandeelhouder is. Een wetsvoorstel strekkende tot implementatie van deze richtlijn is in de zomer van 2008 akkoord bevonden door de ministerraad en ter advies toegezonden naar de Raad van State. Het wetsvoorstel dient uiterlijk 3 augustus 2009 in werking te zijn getreden.

### HOOFDSTUK 3

paragraaf zal ik onderzoeken wie er als stemgerechtigde aangewezen wordt door de wet.

Artikel 2:118 BW zegt dat slechts aandeelhouders stemrecht hebben. In paragraaf 3.2 is geconstateerd dat het overgrote deel van de aandelenhandel aan de beurs gedematerialiseerd is en giraal wordt afgedaan. De Wet giraal effectenverkeer geeft dan ook antwoord op de vraag wie na girale overdracht van aandelen als stemgerechtigde kan worden aangewezen. Over het stemrecht merkt artikel 15 Wge het volgende op:

*De instelling draagt desgewenst<sup>39</sup> zorg dat de deelgenoten het aan de effecten verbonden stemrecht, ieder tot de hoeveelheid waarvoor hij in de aanwezige effecten deelgenoot is, kunnen uitoefenen.*

Dit artikel legt de verantwoordelijkheid tot het in staat stellen tot het uitoefenen van de stemrechten bij de aangesloten instellingen neer. Stemgerechtigd in de zin van de Wge zijn diegenen die in het verzameldepot van de aangesloten instelling vermeld staan als deelgenoot. Een belegger die via de Rabobank aandelen TomTom houdt, zal door artikel 15 Wge als stemgerechtigde worden aangewezen. De belegger zal immers als deelgenoot in het verzameldepot van de Rabobank vermeld staan. Aangezien bij aandelenoverdrachten tussen beleggers die bankieren bij verschillende banken ook de deelgerechtigdheid in het girodepot wijzigt, dienen de aangesloten instellingen van Euroclear gegevens te ontvangen zodat hun verzameldepot actueel blijft. Ingevolge artikel 39 Wge draagt Euroclear er zorg voor dat de aangesloten instellingen kunnen voldoen aan de in artikel 15 Wge beschreven verplichting ten aanzien van het aan de effecten verbonden stemrecht.

Het verwijzingssysteem van de Wge lijkt sluitend en werkt in nationale verhoudingen goed.<sup>40</sup> In de gevallen waarin tussen de belegger en de aangesloten instelling één of meer schakels zitten, wijst de Wge deze schakels aan als stemgerechtigde. In het volgende hoofdstuk zal onderzocht worden hoe hiermee wordt omgegaan en welke oplossingen er voorhanden zijn.

---

39. De aangesloten instelling onderscheidenlijk het centraal instituut dienen de gerechtigden tot een deel van het verzameldepot onderscheidenlijk het girodepot op eerste verzoek in de gelegenheid te stellen om stemrecht op aandelen op naam uit te oefenen. Daartoe zullen zij de gerechtigden tot de genoemde depots van een zodanig bewijs moeten voorzien dat hun gerechtigdheid kan worden aangetoond jegens de uitgevende instelling. Zie: *Kamerstukken II* 1999/00, 27 164, nr. 3, p. 5.

40. Van Dijk 2001a, p. 146-153 en Winter 2001, p. 82-92. Beide auteurs wijzen wel op de complicaties die kunnen optreden bij het bepalen van de stemgerechtigdheid in internationale verhoudingen. Zie hierover ook: paragraaf 4.1.



### 3.9 Alternatieve mogelijkheden tot identificatie van aandeelhouders

#### 3.9.1 *Direct holding systeem*

Het Nederlandse effectengirostelsel is te kenmerken als een *indirect holding* systeem. Beleggers houden hun aandelen immers via een verzameldepot en een girodepot. Binnen het indirect holding systeem bestaat geen rechtstreekse communicatie van de vennootschap met de aandeelhouder. Uniken Venema heeft recent gepleit voor de invoering van een *direct holding* systeem.<sup>41</sup> Bij een direct holding systeem zijn beleggers rechtstreeks aandeelhouder in de betrokken vennootschap. Moderne technieken maken het mogelijk om levering ter uitvoering van beurstransacties zonder of met zeer gering tijdsverlies uit te voeren. Dezelfde technieken maken het ook mogelijk om gelijktijdige levering van aandelen in de aandeelhoudersregisters te doen plaatsvinden. In Frankrijk en Engeland wordt het systeem van direct holding naast het systeem van indirect holding toegepast.<sup>42</sup> In Engeland wordt, in gevallen van direct holding, een elektronische verwerking van beurstransacties in aandelen in de administratie van het Engelse centraal instituut ('Crest') onmiddellijk gevolgd door een levering van aandelen in het aandeelhoudersregister. Het direct holding systeem kent een drietal voordelen:

1. Het risico dat voor een koper verbonden is aan het tijdsverloop tussen de transactie en levering is afwezig mits de levering onmiddellijk in het aandeelhoudersregister wordt opgenomen.
2. De communicatie tussen beursvennootschap en haar geografisch verspreide aandeelhouders wordt bevorderd.
3. De eigendomsrechten van de beleggers als zodanig blijven geheel buiten de risicosfeer die kan ontstaan in geval van faillissement van een intermediair. Te meer indien de aandelen gehouden worden via internationaal vertakte ketens van intermediairs en onder toepasselijkheid van diverse opeenvolgende rechtsstelsels, kan dit van groot belang zijn.<sup>43</sup>

Een direct holding systeem zou een waardevolle keuzemogelijkheid kunnen zijn waarbij ook een keuze voor het indirect holding systeem open blijft. Een nadeel van het direct holding systeem is het een grondige herziening van het effectenrecht en het effectengirostelsel vereist. In een direct holding systeem vervalt voor wat betreft de identificatie van aandeelhouders het onderscheid tussen aandelen aan toonder en aandelen op naam. Dit brengt met zich mee dat de anonimiteit van de aandeelhouder ten opzichte van de vennootschap ophoudt te bestaan. Technisch gezien kan deze anonimiteit behouden blijven/hersteld worden door de aandeelhoudersgegevens af te schermen van de vennootschap. Ik ben van

41. Uniken Venema 2008, p. 72-76.

42. Zie voor een overzicht van het Franse, Engelse en Amerikaanse effectengirorecht: Uniken Venema 2003, p. 153.

43. Niet in alle landen bestaat een adequate bescherming tegen de risico's die het houden via een intermediair met zich meebrengt. Zie: Haentjens 2006, p. 39-85.

## HOOFDSTUK 3

mening dat aandeelhouderstransparantie zou moeten prevaleren boven aandeelhoudersanonimiteit.<sup>44</sup>

### 3.9.2 *Standaardisatie en centralisatie*

Een andere, iets minder vergaande mogelijkheid, is om het huidige indirect holding systeem te laten bestaan en aan te vullen met een regeling die inhoudt dat de instanties die het effectengirostelsel administreren desgewenst aan de uitgevende instellingen gegevens omtrent de identiteit van aandeelhouders zullen verstrekken zodat rechtstreekse communicatie mogelijk wordt. De Minister van Financiën heeft dit ook onderkend en heeft voorgesteld om uitgevende instellingen de mogelijkheid te geven inlichtingen te vorderen bij Euroclear, aangesloten instellingen, intermediairs en andere tussenpersonen.<sup>45</sup> Deze worden verplicht om identiteits- en adresgegevens van aandeelhouders, intermediairs en eventuele overige tussenpersonen te verstrekken. De uitgevende instelling is verplicht om de kosten voor de verstrekking van de gegevens te vergoeden. Identificatie kan alleen plaatsvinden voor een algemene vergadering (of een buitengewone algemene vergadering). Na identificatie kan een uitgevende instelling gebruikmaken van de verkregen gegevens om informatie aan haar aandeelhouders te sturen. Ook wordt geregeld dat aandeelhouders informatie kunnen versturen aan andere aandeelhouders, via de uitgevende instelling. De kosten voor de verzending van informatie dienen te worden gedragen door de uitgevende instelling.

Het consultatievoorstel kent drie grote nadelen.

1. Ten eerste biedt het voorstel geen basis voor uniformiteit wat betreft de aanlevering van aandeelhoudersinformatie. De intermediair die informatieverzoeven ontvangt, zal geconfronteerd worden met diverse partijen die elk hun eigen formulieren, tijdlijnen, communicatiekanalen en algemene voorwaarden hanteren. Daarnaast hanteren intermediairs ook vaak hun eigen formulieren zodat het verwerken van informatie omslachtig en inefficiënt geschiedt. Het huidige gebrek aan standaardisatie door de verschillende formulieren leidt tot inefficiënties in de identificatie van aandeelhouders. Om deze informatie op dit centrale punt te krijgen en te verwerken, is het noodzakelijk dat een zekere mate van standaardisatie in de aanlevering van gegevens komt. Standaardisatie zal tot gevolg hebben dat de informatie volledig, juist, vlot en met zo min mogelijk (administratieve) lasten op de juiste plek terechtkomt.<sup>46</sup> Hiertoe dienen er tussen de betrokken marktpartijen afspraken te worden gemaakt over minimaal de volgende punten:

---

44. Zie paragraaf 5.2.2. De laatste jaren gaan er, onder andere in het kader van de 'empty voting' discussie, steeds meer stemmen op om aandeelhouders te dwingen zich bekend te maken bij de vennootschap. Zie paragraaf 2.7.3 en de daar aangehaalde literatuur.

45. Consultatiedocument corporate governance 2008.

46. Zie hierover uitgebreid: Euroclear Nederland 2008, p.12.

- a. toegestane communicatiemiddelen en de voorwaarden waaraan deze moeten voldoen;
  - b. verspreiden van aandeelhoudersinformatie (legitimatie, privacy);
  - c. algemene voorwaarden ten aanzien van aansprakelijkheid, gebruik van informatie voor commerciële doeleinden;
  - d. het te gebruiken programma of formulier; en
  - e. welke gegevens noodzakelijk zijn om ‘*corporate actions*’<sup>47</sup> uit te kunnen voeren.
2. Om deze standaardisatie te bewerkstelligen, is het noodzakelijk om een centraal punt aan te wijzen van waaruit de identificatie van aandeelhouders in alle ketens wordt aangestuurd. Dit centraal punt is door zijn positie in staat om een standaard af te spreken c.q. op te leggen. Uitgevende instellingen en aandeelhouders kunnen het centraal punt verzoeken om informatie. Zij kunnen een dergelijk verzoek ook indienen bij hun ‘*issuer agent*’ die het verzoek vervolgens doorgeeft aan het centraal punt. Het model met een centraal punt leidt tot minimaal noodzakelijke harmonisatie en maximale vrijheid voor de uitgevende instelling. De uitgevende instelling kan immers zelf bepalen welke partij ze opdracht geeft om aandeelhouders te identificeren. De minimaal noodzakelijke harmonisatie komt tot uiting in de centralisatie en de uniforme standaarden. In het geschetste model wordt er niet (meer) geconcurrereerd op verschillende standaarden. Concurrentie op standaarden staat immers op gespannen voet met de efficiëntie die door centralisatie mogelijk is. Waar wel op geconcurrereerd kan worden zijn de ‘*value adding services*’ zoals communicatiediensten, proxy voting, registratiediensten en aandeelhoudersstatistieken. Het centrale punt monopoliseert het inzichtelijk maken van aandeelhoudersinformatie niet, maar centraliseert slechts de toegankelijkheid van aandeelhoudersinformatie en introduceert daarnaast een standaard waar andere aangesloten instellingen, commerciële dienstverleners of intermediairs van kunnen profiteren door het aanbieden van value adding services. Euroclear Nederland (“ENL”) lijkt mij de meest voor de hand liggende partij om de rol van centraal punt te vervullen. Een aantal redenen hiervoor zijn:
- a. Expertise: Euroclear Nederland (voorheen Necigef) is al dertig jaar het centraal instituut voor de Nederlandse markt. Het verlenen van ‘backoffice commoditized services’ vormt de core business van ENL. ENL heeft dan ook veel ervaring opgedaan met de afwikkeling van (complexe) corporate actions en het beheer van vertrouwelijke gegevens.
  - b. Neutraliteit: ENL is geen commerciële marktpartij maar vervult een neutrale rol in de schakels tussen de vennootschap en de aandeelhouder. De bereidheid bij intermediairs of aangesloten instellingen zal immers groter zijn om gegevens van aandeelhouders door te geven aan een neutrale par-

---

47. Een corporate action is een verrichting van een uitgevende instelling op een effect gedurende de looptijd van het effect. Voorbeelden van corporate actions zijn kapitaalverhoging, keuze-dividend, dividend- of couponuitbetaling, openbaar bod, aandelensplitsing en registraties zoals bijvoorbeeld in het kader van een aandeelhoudersvergadering.

### HOOFDSTUK 3

- tij dan wanneer ze dezelfde gegevens aan een commerciële marktpartij/concurrent dienen door te geven.
- c. Non-discriminatoire: in tegenstelling tot bepaalde andere aanbieders van proxy services zal ENL ook gegevens van 'kleine' aandeelhouders willen ophalen en hen in staat stellen om hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen.
  - d. Kostenefficiënt: door de bestaande infrastructuur zal ENL slechts beperkt hoeven te investeren om in staat te zijn om de back office te centraliseren. ENL kan de centralisatie van de back office waarschijnlijk op cost-plus basis verzorgen. Onderdeel van het toezicht door de AFM is tevens een ex ante goedkeuringsverplichting voor wijziging van tarieven.
  - e. Toezicht: het toezicht op ENL wordt uitgeoefend door De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten. Concreet houdt dit bijvoorbeeld in dat elke materiële wijziging in de systemen of structuur de voorafgaande goedkeuring vereist van de toezichthouder. ENL is aldus reeds gereguleerd en het centraliseren van de back office zou dan ook in dat opzicht geen wetwijziging met zich meebrengen. Een ander belangrijk punt is dat effecten die via aangesloten instellingen bij ENL gehouden worden op grond van de Wge buiten een eventueel faillissement vallen. Dit wordt insolvency proof genoemd. ENL is een instelling die, gezien haar functie in de infrastructuur, een zeer laag risicoprofiel kent. Ook op het risicoprofiel wordt toezicht uitgeoefend. Dit alles vormt een waarborg voor een adequaat, continu en integer functioneren van ENL.
3. Zelfs de hiervoor bepleite standaardisatie en centralisatie heffen het derde nadeel van het wetsvoorstel niet geheel op. Het derde nadeel is gelegen in de praktische problemen die kunnen rijzen bij het verkrijgen van de aandeelhoudersgegevens van intermediairs die in het buitenland gevestigd zijn. Hoewel buitenlandse tussenpersonen baat hebben bij dit wetsvoorstel doordat hun cliënten beter kunnen communiceren met de uitgevende instelling, is het mogelijk dat onwil, privacywetgeving of andere belemmeringen terbeschikkingstelling van de gegevens in de weg kunnen staan.

Dat de wetgever aandacht besteedt aan de identificatie van aandeelhouders is een goede zaak. Het consultatievoorstel kent echter een aantal minpunten. Als het consultatievoorstel gecombineerd wordt met de bepleite standaardisatie en centralisatie, kan de identificatie van en communicatie met aandeelhouders aanzienlijk eenvoudiger geschieden. Zowel houders van aandelen op naam als houders van aandelen aan toonder kunnen efficiënt in kaart worden gebracht. Uitgevende instellingen verkrijgen het recht om op elk gewenst tijdstip een volledig inzicht te krijgen in hun aandeelhoudersbestand. In plaats van aandeelhouders die 10% van het geplaatste kapitaal verschaffen de plicht op te leggen om de intentie van hun belegging te openbaren, geef ik er de voorkeur aan om uitgevende instellingen het recht te geven inzicht te krijgen in hun aandeelhoudersbestand. Hoewel beide mogelijkheden naast elkaar kunnen bestaan, acht ik de laatste oplossing kostenefficiënter, effectiever en meeromvattend.

### 3.10 Resumé effectenrechtelijke aspecten

In de eerste paragraaf van dit hoofdstuk is gekeken naar de effectenrechtelijke verschillen tussen aandelen aan toonder en aandelen op naam. Ook is uitgebreid aandacht geschonken aan het proces van dematerialisatie. Het proces van dematerialisatie is vrijwel volledig uitgevoerd maar kan slechts vervolmaakt worden indien de wetgever overgaat tot verplichte dematerialisatie van de laatste fysieke stukken. Het leveringsmoment is belangrijk voor bijvoorbeeld het oproepen van alle aandeelhouders. Het administreren van aandeelhouders kan geschieden op basis van deponering van de aandelen óf door middel van een registratiedatum. Tot slot is de gang van zaken met betrekking tot het bepalen van de stemgerechtigheid op basis van de Wet giraal effectenverkeer bestudeerd.

Zoals gezegd in de inleiding, is het doel van dit hoofdstuk om te bekijken welke effectenrechtelijke belemmeringen en aandachtspunten er te signaleren zijn met betrekking tot de VGM. Resumerend kan tot de volgende twee aandachtspunten worden gekomen.

Het eerste aandachtspunt ligt op het vlak van de registratietermijn. Vennootschappen kunnen voor de administratie van hun aandeelhouders gebruikmaken van deponering of van een registratiedatum. Het overgrote deel van de vennootschappen kiest voor de veel aandeelhoudersvriendelijker registratiedatum. Er zijn anno 2008 nog steeds vennootschappen die van hun aandeelhouders eisen dat ze hun aandelen deponeren en dus blokkeren voor verkoop. Omdat Nederland de mogelijkheid van het deponeren openhoudt, wordt ons land door corporate governance service providers aangemerkt als blocking country. Slechts wanneer Nederland de registratiedatum verplicht stelt en alle schakels hun systemen inrichten op het niet blokkeren van aandelen zal Nederland het predicaat blocking county kwijtraken. Gezien de geringe implicaties en de te verwachten stijging van de opkomst op een AVA pleit ik voor een verplichting van een registratietermijn van minimaal dertig dagen voor de AVA.

Een tweede aandachtspunt is de identificatie van aandeelhouders. Nederland heeft gekozen voor het beschreven indirect holding systeem. Los van informatie uit de verplichting om de zeggenschap bij het overschrijden van bepaalde drempels te melden, hebben vennootschappen door het indirect holding systeem alleen rondom de AVA een goed inzicht in hun aandeelhoudersbestand. Bij een direct holding model zou een elektronische verwerking van beurstransacties in aandelen in de administratie van Euroclear Nederland onmiddellijk gevolgd worden door een levering van aandelen in het aandeelhoudersregister. Het direct holding systeem herbergt een aantal voordelen op het gebied van tijdsrisico, intermediairrisico en verbeterde communicatiemogelijkheden. Een belangrijk nadeel is dat het huidige effectengirostelsel(recht) hiervoor drastisch veranderd zal moeten worden. Een tweede mogelijkheid om de identificatie van en communicatie met aandeelhouders te bevorderen, is invoering van het consultatiedocument corporate gover-

### HOOFDSTUK 3

nance<sup>48</sup> in combinatie met standaardisatie en centralisatie. Deze tweede mogelijkheid is veel minder ingrijpend dan de eerste en eventueel noodzakelijke wetswijzigingen kunnen eenvoudig in een wetsvoorstel worden meegenomen.<sup>49</sup> Doordat alle aandeelhoudersgegevens op een gestandaardiseerde wijze inzichtelijk kunnen worden gemaakt via een centraal punt, vergroot dit de mogelijkheden om een constructieve dialoog tussen vennootschap en aandeelhouders op te bouwen en te onderhouden.

---

48. Consultatiedocument corporate governance 2008.

49. De mogelijkheid om te reageren op het consultatiedocument is eind februari 2008 beëindigd. Tot heden (november 2008) is nog geen wetsvoorstel openbaar gemaakt.

## *Hoofdstuk 4*

# Grensoverschrijdende aspecten

In dit hoofdstuk staan grensoverschrijdende aspecten van de virtuele aandeelhoudersvergadering centraal. Ik zal beginnen met het behandelen van problemen die aandeelhouders kunnen ondervinden als zij grensoverschrijdend willen stemmen. De schakels in de grensoverschrijdende ketens van de vennootschap naar de belegger bevinden zich vaak in verschillende landen. Op deze schakels kunnen verschillende rechtsstelsels van toepassing zijn die alle regels kunnen geven omtrent het bepalen van de stemgerechtigdheid. Er kan in de keten een opeenstapeling van (botsende) aanspraken op de uitoefening van de daaraan verbonden stemrechten ontstaan. Dergelijke situaties belemmeren aandeelhouders in de uitoefening van hun (stem)rechten. Dit is bij fysieke vergaderingen ook het geval. Beursvennootschappen met een geografische spreiding van het aandelenbezit ondervinden hiervan de meeste belemmering. Aangezien dit type vennootschap waarschijnlijk ook het sterkst kan profiteren van de voordelen van de VGM, is het verlagen of verwijderen van deze belemmeringen van groot belang voor het succes van de VGM. Ik zal onderzoeken welke oplossing er voor de gesignaleerde belemmeringen mogelijkwerwijs te vinden is.

Daarnaast zal ik onderzoeken welk recht van toepassing is op de fysieke of virtuele aandeelhoudersvergadering. Voor een vennootschap die een virtuele aandeelhoudersvergadering overweegt is het belangrijk om te weten welk recht van toepassing is op de oproeping, het uitbrengen van stemmen, besluitvorming en andere aan de AVA gerelateerde onderwerpen.

## 4.1 Grensoverschrijdend stemmen

Een groot deel van de op Euronext Amsterdam genoteerde aandelen is in buitenlandse handen. Zo blijkt uit onderzoek van De Nederlandse Bank (afgekort “DNB”) dat in 2005 maar liefst 75% van de aandelen van AEX-vennootschappen in buitenlandse handen was.<sup>1</sup> Eén ding maakt dit percentage bijzonder duidelijk: zonder deelname door buitenlandse aandeelhouders is een representatieve besluitvorming ook bij een VGM niet mogelijk. Het verwijderen en verlagen van drempels voor grensoverschrijdend stemmen is daarom essentieel om de VGM tot

---

1. De Nederlandsche Bank 2006, p. 21-26.

## HOOFDSTUK 4

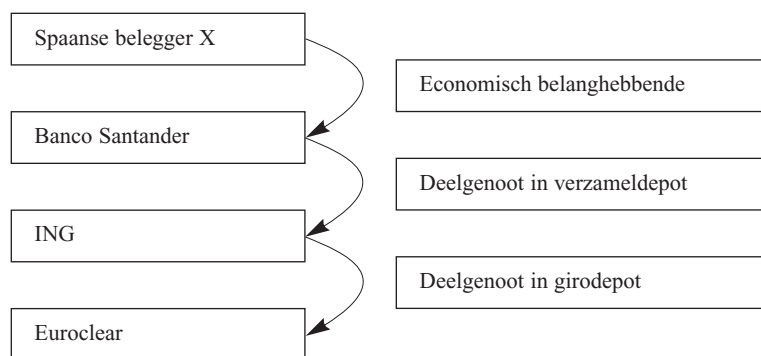
een succes te maken. In de komende paragrafen zal ik de drempels voor het grensoverschrijdend stemmen nader in kaart brengen en mogelijke oplossingsrichtingen signaleren.

### 4.1.1 *Wie moet worden aangewezen als stemgerechtigde?*

In hoofdstuk 3 is nagegaan hoe de Wet giraal effectenverkeer (“Wge”) de stemgerechtigdheid van een aandeelhouder bepaalt. Stemgerechtigd in de zin van artikel 15 Wge zijn diegenen die in het verzameldepot van de aangesloten instelling vermeld staan als deelgenoot. Deze hoofdregel dat de deelgenoot in het verzameldepot stemgerechtigd is, kan echter tot problemen leiden. Indien er tussen de belegger en de aangesloten instelling een andere partij zit, bijvoorbeeld een andere bank of tussenpersoon, wijst de Wge deze tussenliggende partij aan als stemgerechtigde. De tussenliggende partij staat immers als deelgenoot geregistreerd in het verzameldepot.

Bij het grensoverschrijdend houden van aandelen wordt door artikel 15 Wge vrijwel altijd de tussenliggende partij als stemgerechtigde aangewezen.<sup>2</sup> Een voorbeeld ter verduidelijking: de Spaanse belegger X heeft een effectenrekening bij de Banco Santander. Banco Santander heeft weer een effectenrekening bij de ING Bank, die in tegenstelling tot Banco Santander wél een aangesloten instelling in de zin van de Wge is. Via deze keten heeft X aanspraak op 1000 aandelen Akzo Nobel. Naar Nederlands recht is Banco Santander deelgenoot bij de aangesloten instelling. Banco Santander is stemgerechtigd op de aandelen Akzo Nobel en niet belegger X, de economisch belanghebbende partij.

Figuur 4.1. Aanwijzing stemgerechtigde op basis van de Wge



Artikel 15 Wge leidt aldus niet tot aanwijzing van de belegger als stemgerechtigde. Er kan dus een discrepantie bestaan tussen degene die als kapitaalverschaf-

2. Dit hoeft niet zo te zijn als de buitenlandse bank een aangesloten instelling is bij Euroclear. Anno 2008 zijn er 35 aangesloten instellingen waarvan het grootste deel Nederlands is.



fende belegger/ aandeelhouder optreedt en degene die effectenrechtelijk als stemgerechtigd kwalificeert. Daarnaast is er nog een aantal factoren dat bij het aanwijzen van de stemgerechtigde een rol speelt.<sup>3</sup> De eerste factor is dat particuliere en institutionele beleggers vaak (een deel van) hun beleggingsportefeuille/gelden uitbesteden aan vermogensbeheerders. Vermogensbeheerders kunnen van de hun toevertrouwde gelden participaties in beleggingsfondsen kopen (1) maar kunnen deze gelden ook in aandelen beleggen (2). In het eerste geval wordt de keten door de participaties in beleggingsfondsen weer een schakel langer. Soms is het fondsvermogen het gemeenschappelijk eigendom van de deelnemers, soms wordt de bewaarder aangeduid als juridisch eigenaar, maar in veel gevallen is het onduidelijk wie de rechthebbende met betrekking tot onderliggende aandelen is. In het tweede geval zal de vermogensbeheerder om efficiencyredenen op eigen naam één effectenrekening aanhouden bij een aangesloten instelling, waarop de beleggingen van alle cliënten van de vermogensbeheerder gezamenlijk worden geadministreerd. Dergelijke rekeningen worden omnibusrekeningen genoemd.<sup>4</sup> Achter een omnibusrekening gaan dus meerdere particuliere en/of institutionele beleggers schuil. Afhankelijk van de rechtsverhouding tussen vermogensbeheerder en belegger zal of de belegger of de vermogensbeheerder in de gelegenheid moeten worden gesteld het stemrecht uit te oefenen.

De tweede factor is de bewaarplaats van de aandelen. Hoewel het effectenverkeer vergaand geïmmobiliseerd is, bewaren sommige banken in bijvoorbeeld Zwitserland voor hun effectenrekeninghouders nog toonderstukken. Dit betekent dat de vennootschap door de Zwitserse bank op de hoogte moet worden gesteld van de aanwezigheid van toonderstukken. Dit vereist een andere handeling dan wanneer de stukken op naam zijn en/of opgenomen zijn in het giraal effectenverkeer. De verschillende benodigde handelingen maken het inzichtelijk maken van het aandeelhoudersbestand/stemgerechtigden er niet eenvoudiger op.

Een derde factor is de global custodian. Professionele partijen besteden vaak het enkele aanhouden en het afwikkelingen van effectentransacties uit aan een global custodian. Een global custodian onderhoudt relaties met (lokale) custodians en clearinghuizen in verschillende landen en verzorgt de afwikkeling van effectentransacties in die landen voor zijn cliënten. Global custodians houden veelal de aandelen voor hun cliënten in omnibusrekeningen op eigen naam ten behoeve van hun gezamenlijke cliënten bij bijvoorbeeld een aangesloten instelling.<sup>5</sup> Daarnaast houden global custodians een rekening aan bij Euroclear en Clearstream. Overeenkomstig artikel 15 Wge is de global custodian die de omnibusrekening bij een aangesloten instelling aanhoudt als deelgenoot stemgerechtigd.

3. Zie hierover: Winter 2000, p. 26.

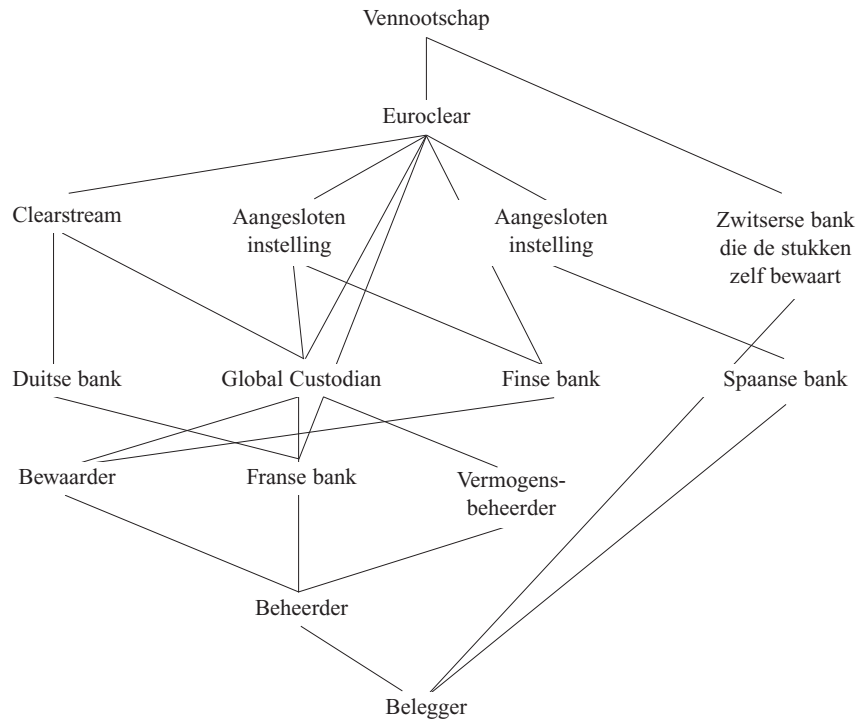
4. Een omnibusrekening is een effectenrekening waarop effecten voor rekening van verschillende natuurlijke of rechtspersonen kunnen worden aangehouden. Zie uitgebreid paragraaf 3.6.1.

5. In Nederland kunnen op grond van artikel 2 lid 1 sub f Besluit ter uitvoering van artikel 4 Wge buitenlandse centrale girale instellingen worden toegelaten als aangesloten instelling van Euroclear. Op grond van artikel 35 sub b Wge kan Euroclear ook omgekeerd tegoeden aanhouden bij buitenlandse centrale girale instellingen.

#### HOOFDSTUK 4

Een schema van mogelijke ketens van intermediairs zou er als volgt uit kunnen zien.

Figuur 4.2. Ketens van intermediairs (Bron: door mij geactualiseerde versie van Winter 2000, p. 29)



Uit bovenstaand figuur blijkt dat er verschillende ketens van intermediairs mogelijk zijn. In de praktijk is het onmogelijk voor bepaalde aandelen die een belegger houdt de keten van intermediairs tot aan de vennootschap stap voor stap te kunnen volgen.<sup>6</sup> Voor elke intermediair bestaan naast elkaar verschillende verbindingsmogelijkheden met hoger in de keten gesitueerde intermediairs. Zo kan in figuur 4.2 de Franse bank rechtstreeks aandelen aanhouden bij Euroclear of Clearstream maar het is ook mogelijk dat sommige effecten via een global custodian worden gehouden. De Franse bank zal niet per individuele belegger bijhouden langs welke keten van intermediairs de aandelen voor hem worden gehouden en is niet op de hoogte hoe de ketens lopen voorbij de schakel waarmee zij een relatie onderhoudt. Voor de volgende schakels in de keten van intermediairs geldt hetzelfde. Dientengevolge is niet eenduidig aan te geven langs welke keten van intermediairs bepaalde effecten ten behoeve van een bepaalde belegger worden gehouden.

6. Winter 2000, p. 30.

Uit figuur 4.2 blijkt eveneens dat artikel 15 Wge, bij een keten van intermediairs, omnibusrekeningen en grensoverschrijdend aandeelhouden, niet leidt tot aanwijzing van de belegger als stemgerechtigde. Niet de achterliggende partij maar degene die als deelgenoot vermeld staat in het verzameldepot is stemgerechtigd. Er kan dus een discrepantie bestaan tussen degene die als kapitaalverschaffende belegger/aandeelhouder optreedt en degene die effectenrechtelijk als stemgerechtigd kwalificeert. De deelgenoot zou eventueel een volmacht kunnen geven aan de eerstvolgende intermediair in de keten, die vervolgens een ondervolmacht geeft aan de daaropvolgende intermediair. Deze keten van stemvolmachten bereikt dan uiteindelijk de belegger. Voor zowel de vennootschap als de belegger is dit echter zeer omslachtig en onwenselijk. Aangezien de belegger over het algemeen niet bekend is met de precieze keten van intermediairs naar de vennootschap, kan moeilijk worden vastgesteld wie degene is die aan de belegger een volmacht moet geven.

De drie complicerende factoren zouden wellicht nog overkomelijk zijn als de diverse rechtsstelsels dezelfde regeling zouden hanteren voor het aanwijzen van de stemgerechtigde. Dit is niet het geval.<sup>7</sup> De schakels in de grensoverschrijdende ketens zijn vaak in verschillende landen gevestigd. Op de schakels in de ketens zijn verschillende rechtsstelsels van toepassing, waarbij elk een goederenrechtelijke aanspraak op de aandelen toekent met een daaraan gerelateerde aanspraak op uitoefening van het stemrecht. Er ontstaat in de keten een opeenstapeling van (cumulatieve) aanspraken tot uitoefening van het stemrecht.

De drie complicerende factoren en de hierboven geschetste problemen met het toepasselijk recht vormen drempels voor de grensoverschrijdende uitoefening van het stemrecht. Deze drempels staan in nauw verband met de veelvoud van mogelijkheden om effecten te houden (zie de drie factoren) én het feit dat er, in ieder geval in Nederland, geen wettelijke verplichting<sup>8</sup> bestaat om gegevens van geadministreerde aandelen/aandeelhouders door te geven aan een partij die hierom verzoekt.<sup>9</sup> Buitenlandse aandeelhouders die graag willen stemmen, bijvoorbeeld aandeelhouders die een relatief groot percentage van de aandelen van een beursvennootschap houden, zijn ondanks de complicerende factoren over het algemeen wel in staat om de stem uit te (laten) brengen. De complicerende factoren werpen drempels op die extra kosten en moeite met zich meebrengen. Deze extra kosten en moeite zijn voor buitenlandse aandeelhouders zonder een groot aandeelbelang vaak een te hoge drempel waardoor zij geen stem (laten) uitbrengen. Gezien het grote aantal aandelen dat in buitenlandse handen is, is het niet stem-

7. Zie: Haentjens 2006, p. 87.

8. In het concept wetsvoorstel Corporate Governance wordt een dergelijke verplichting wel geïntroduceerd. Zie: Consultatiedocument corporate governance 2008, p. 18 e.v.

9. Zie in dit kader ook mijn pleidooi voor een gecentraliseerde en gestandaardiseerde afwikkeling van corporate actions binnen het effectengirostelsel zoals besproken in paragraaf 3.9.

## HOOFDSTUK 4

men door sommige buitenlandse aandeelhouders een belangrijke oorzaak voor het lage opkomstpercentage op de AVA's van Nederlandse beursvennootschappen.

### 4.1.2 *Oplossingsrichting Expert Group on Cross Border Voting in Europe*

In de vorige paragraaf is geconstateerd dat het grensoverschrijdend stemmen omgeven is met juridische en praktische bezwaren. Op initiatief van de Minister van Justitie heeft een expertgroep van internationale deskundigen zich daarover gebogen.<sup>10</sup> De expertgroep kiest er voor om het stemrecht toe te kennen aan de laatste rekeninghouder (ultimate accountholder) binnen de Europese girale systemen. Dit wordt de *primary rule* genoemd. Lidstaten dienen te garanderen dat de laatste rekeninghouder de aanspraak tot het uitoefenen van het stemrecht ook daadwerkelijk kan uitvoeren.<sup>11</sup> Zij kunnen dit doen door het formele stemrecht voortaan aan de laatste rekeninghouder toe te kennen, maar ook door de op basis van de *lex societatis* formeel stemgerechtigde te verplichten aan de laatste rekeninghouder een volmacht te geven of om conform diens instructie te stemmen. In beide gevallen wordt bereikt dat de laatste rekeninghouder de inhoudelijke stemafweging maakt.

Middels de *primary rule* komt het stemrecht vaak terecht bij de economische eigenaar. In veel gevallen is de laatste rekeninghouder immers tevens en slechts de economische eigenaar. Dit hoeft echter niet altijd het geval te zijn. Te denken valt aan de situatie waarbij een vermogensbeheerder de laatste rekeninghouder is, terwijl zijn cliënt het economisch belang heeft. Ook als de keten zich buiten de EU uitstrekt, volstaat de *primary rule* niet. De laatste rekeninghouder binnen het Europese girale systeem hoeft immers nog niet de uiteindelijke belegger te zijn. Stel, een Amerikaanse belegger houdt aandelen Royal Dutch Shell via zijn Amerikaanse bank, die daartoe weer een rekening aanhoudt bij ING. De Amerikaanse bank is dan laatste rekeninghouder. Om het stemrecht bij de economische eigenaar te kunnen leggen, introduceert de expertgroep de *supplementary rule*.<sup>12</sup> Deze regel houdt in dat de laatste rekeninghouder zijn cliënt mag aanwijzen als stemgerechtigde. De cliënt zou op zijn beurt diens cliënt kunnen aanwijzen, zodat het stemrecht uiteindelijk bij de "aangewezenen" komt. De laatste rekeninghouder is in de praktijk gebonden aan de overeenkomst met zijn cliënt. Uit deze overeenkomst kan de plicht tot aanwijzing volgen, maar ook de bevoegdheid om het stemrecht naar eigen inzicht uit te oefenen.

---

10. De Expert Group on Cross Border Voting in Europe werd in januari 2002 ingesteld en had als doel "to investigate the legal barriers to cross-border voting in Europe". Het eindrapport is uitgebracht in augustus 2002.

11. De nationale wetgever zou mijns inziens de zeggenschapsrechten in ruime zin (instellen enquête, vernietigen besluiten, procedure tot wijziging jaarrekening enzovoort) aan de laatste rekeninghouder moeten doen toekomen. Zie: Van der Hoek 2003, p. 476-483.

12. Expert Group on Cross Border Voting in Europe 2002, p. 23.

#### 4.1.3 *Reactie Europese Commissie*

De problematiek van het grensoverschrijdend stemmen heeft ook de aandacht van de Europese Commissie.<sup>13</sup> In de eerste consultatieronde voor een richtlijn inzake het uitoefenen van de aandelhoudersrechten wordt een regeling voorgesteld die in grote lijnen overeenkomt met de aanbevelingen van de expertgroep.<sup>14</sup> Door de uiteindelijke belegger aan te wijzen als gerechtigde om te bepalen op welke wijze het aan het aandeel verbonden stemrecht wordt uitgeoefend, wordt de uiteindelijke belegger in staat gesteld om het stemrecht te controleren. Het is hiervoor niet noodzakelijk dat elke lidstaat het vennootschappelijke begrip “aandehouder” zou moeten herdefiniëren.<sup>15</sup> Het is voldoende dat lidstaten aan de uiteindelijke belegger een instructierecht jegens de formeel stemgerechtigde verschaffen.

In de tweede consultatieronde neemt de Commissie afscheid van dit voorstel.<sup>16</sup> De Commissie meent dat het een (te) complexe zaak is om een definitie van de stemgerechtigde te formuleren die het gewenste niveau van rechtszekerheid haalt. Daarnaast lijkt de Commissie een dergelijke regeling niet noodzakelijk te vinden en ziet ze meer heil in het faciliteren van het grensoverschrijdend stemmen, al dan niet via moderne communicatiemiddelen.<sup>17</sup> Verder kunnen beleggers via contractuele weg controle over het stemrecht verwerven. De Commissie stelt wel voor om effectenintermediairs, die zich formeel als aandehouder kwalificeren maar de aandelen voor hun cliënten houden, te verplichten om hun cliënten op hun verzoek een stemvolmacht te verstrekken. Mede als gevolg van de complexiteit van de materie en de feedback<sup>18</sup> op het consultatievoorstel, ziet de Commissie in het richtlijnvoorstel inzake de uitoefening van aandelhoudersrechten af van een regeling ter zake van de beschreven problematiek.<sup>19</sup>

13. Zie: Europese Commissie, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union- A Plan to Move Forward*, COM (2003), 284.

14. Consultatiedocument Shareholders' Rights I, 2004. Zie voor een bespreking van dit eerste consultatiedocument: Schouten 2004, p. 636-640.

15. Zie: Verdam 2003b, p. 71 en Verdam 2004, p. 84.

16. Consultatiedocument Shareholders' Rights II, 2005.

17. Het moge duidelijk zijn dat deze keuze van de Commissie geen afdoende oplossing biedt voor de geschetste problemen. Zie voor een verdere bespreking van dit consultatiedocument: Schouten 2005, p. 360-363.

18. Uit de 129 reacties op het tweede consultatiedocument is een grote verdeeldheid te destilleren. Een aantal partijen vindt een Europese regeling niet goed genoeg en wenst een mondiale regeling, terwijl andere partijen de noodzaak van een Europese regeling niet erkennen. Ook over de wijze waarop een Europese regeling de stemgerechtigdheid zou moeten bepalen verschillen de meningen aanzienlijk. Zie voor alle reacties op het tweede consultatiedocument: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/shareholders/indexa\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexa_en.htm)>.

19. Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *PbEU* 2007, L184, p. 17-24.

## HOOFDSTUK 4

In een derde consultatieronde vraagt de Commissie advies inzake enkele punten die niet in het richtlijnvoorstel zijn meegenomen.<sup>20</sup> Ook in dit document gaat de Commissie niet in op de vraag wie als stemgerechtigde/aandeelhouder aan te merken is. Wel stelt de Commissie voor om effectenintermediairs te verplichten om óf te stemmen overeenkomstig de instructies van de cliënt óf om de steminstructies door te geven aan de volgende intermediair in de keten. Uit de vele reacties die tijdens de consultatieronde zijn binnengekomen blijkt dat het voorstel van de Commissie veel steun geniet maar er wordt tevens gesignaleerd dat de onduidelijkheid omtrent de stemgerechtigdheid een punt van zorg blijft.<sup>21</sup>

### 4.1.4 *Oplossingsrichting Haagse Verdrag*

Het toepasselijk recht voor de vraag aan wie het stemrecht toekomt, is de *lex societatis*, het recht dat de juridische status en de interne verhoudingen binnen de vennootschap beheerst. De vraag wie aandeelhouder is, kan in het kader van de girale effectensystemen hergeformuleerd worden tot de vraag wie goederenrechtelijk een aanspraak op aandelen heeft. Deze vraag moet worden beantwoord naar het recht van het land dat van toepassing is op de overeenkomst met de tussenpersoon betreffende de relevante effectenrekening. Deze verwijzingsregel wordt de PRACA-regel (place of the relevant account agreement) genoemd en is afkomstig uit artikel 4 van The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities Held with an Intermediary (hierna ‘Haagse Verdrag’).<sup>22</sup> De PRACA-benadering veronderstelt impliciet de mogelijkheid van een rechtskeuze. Voorwaarde is dat de tussenpersoon ten tijde van het sluiten van de overeenkomst een kantoor had in het land waarvan het recht in de overeenkomst van toepassing wordt verklaard en de tussenpersoon kwalificeert als een ‘qualified office’ zoals genoemd in artikel lid 1 sub a en sub b van het Haagse Verdrag. Indien artikel 4 van het Haagse Verdrag niet tot aanwijzing van het toepasselijk recht leidt, (met andere woorden: er is geen rechtskeuze gemaakt), dan geschiedt dit overeenkomstig de vangnetbepalingen van artikel 5 van het Haagse Verdrag. Artikel 5 lid 1 wijst alsnog het recht van het land van de ‘qualified office’ aan, bij gebreke waarvan artikel 5 lid 2 het incorporatierecht van de tussenpersoon van toepassing verklaart en artikel 5 lid 3 aanknoopt bij het recht van het land waar de tussenpersoon zijn ‘principle place of business’ heeft.

20. Consultatiedocument Shareholders’ Rights III, 2007.

21. *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General “Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights”*, september 2007, <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/shareholders/indexa\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexa_en.htm)>.

22. Het Haagse Verdrag is vastgesteld op 13 december 2002. Tot heden zijn er nog geen staten die het verdrag hebben geratificeerd. Het Haagse Verdrag bevat verwijzingsregels betreffende girale effecten en heeft tot doel rechtszekerheid te bieden met betrekking tot het toepasselijk recht op girale effecten die gehouden worden door clearing en settlement instellingen of intermediairs. Zie over dit verdrag: Haentjes en Keijser 2008, p. 114-120.

#### 4.1.5 *Reactie Europese Commissie*

De PRACA-benadering verschilt wezenlijk van de in recente EU-regelgeving<sup>23</sup> gehanteerde benadering dat het recht van toepassing is van het land van de relevante effectenbewaarinstantie (place of the relevant intermediary approach, PRIMA-regel).

Op 15 december 2003 heeft de Europese Commissie een voorstel bij de Raad ingediend ter ondertekening van het Haagse Verdrag.<sup>24</sup> Het voordeel van het Haagse Verdrag is dat het een wereldwijde regeling bevat.<sup>25</sup> Mede door de andere benadering van het Haagse Verdrag (PRACA in plaats van PRIMA), is het Verdrag onder andere door de Europese Centrale Bank bekritiseerd.<sup>26</sup> Vanwege het afbrokkelen/wegvallen van het draagvlak voor ondertekening van het Haagse Verdrag, heeft de Raad de Europese Commissie gevraagd een uitgebreide studie te verrichten naar de gevolgen van het Haagse Verdrag.<sup>27</sup> Het uit deze studie voortvloeiende rapport<sup>28</sup> concludeert dat niets in de weg staat aan ondertekening van het Verdrag door de Raad en de afzonderlijke lidstaten.<sup>29</sup> Met het oog daarop zouden IPR-bepalingen uit diverse Europese richtlijnen moeten worden aangepast, zodat de PRIMA-benadering plaats maakt voor de PRACA-benadering. Zo pleit de Commissie ter voorkoming van het van toepassing zijn van verschillende rechtstelsels binnen een en hetzelfde systeem voor een aanpassing van artikel 2 Finaliteitsrichtlijn. Het rapport sluit af met een oproep om het Haagse Verdrag te

- 
23. Zie artikel 9 lid 2 Finaliteitsrichtlijn (Richtlijn 98/26/EG van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen, *PbEG* 1998, L166/45), artikel 24 Richtlijn sanering en liquidatie van kredietinstellingen (Richtlijn 2001/24/EG van 4 april 2001 betreffende de sanering en liquidatie van kredietinstellingen, *PbEG* 2001, L125/15) en artikel 9 lid 1 Richtlijn Financiële Zekerheidsovereenkomsten (Richtlijn 2002/47/EG van 6 juni 2002 betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten, *PbEG* 2002, L168/43-50).
  24. Voorstel voor een besluit van de raad betreffende de ondertekening van het Verdrag van Den Haag inzake het recht dat van toepassing is op bepaalde rechten ten aanzien van effecten die bij een intermediair worden aangehouden Brussel, 15.12.2003, COM(2003) 783 def.
  25. Er bestaat internationale consensus dat harmonisatie van het IPR op dit gebied wenselijk is. Zie: aanbeveling 15 van het *Plan of Action* zoals geformuleerd door de G30 in 2003 <[www.group30.org](http://www.group30.org)>, p. 20 en aandachtspunt 15 van het eerste rapport van de Giovannini Groep over clearing en settlement, 2001.
  26. De ECB heeft een negatief ratificatieadvies gegeven en het Europees Parlement heeft een kritische resolutie aangenomen. Het voornaamste punt van kritiek is dat het Haagse Verdrag te veel zou afwijken van de geldende benadering in Europa. Zie: 17 maart 2005, CON/2005/7, *PbEU* C81/10 en P6\_TA (2996)0608, aangenomen op 14 december 2006.
  27. Commission Staff Working Document, *Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention*, 03-07-2006, SEC(2006) 910.
  28. Press release IP/06/930; *Securities markets: Commission calls upon Member States to Sign Hague Securities Convention*.
  29. Zie voor een uitgebreide bespreking van het rapport van de staf van de Europese Commissie: Rank en Bierman 2006, p. 255-260.

## HOOFDSTUK 4

ondertekenen.<sup>30</sup> Ook de Verenigde Staten en Zwitserland overwegen om het Haagse Verdrag te ratificeren.<sup>31</sup> Met landen die het Haagse Verdrag niet ratificeren kan, al dan niet in EU-verband, een bilateraal verdrag ter facilitering van het grensoverschrijdend stemmen worden gesloten.

Het rapport heeft niet het door de Commissie gewenste effect gehad. Niet alle EU-lidstaten zijn te spreken over de invoering van een rechtskeuze voor het goederenrechtelijke regime ten aanzien van effecten. Daarnaast bestaat de vrees dat de nieuwe benadering zal leiden tot een situatie waarin Angelsaksisch recht de boventoon gaat voeren. Ondertekening van het verdrag door de EU of de EU-lidstaten zal dan ook waarschijnlijk nog wel even op zich laten wachten.<sup>32</sup>

### 4.1.6 *Resumé*

Gezien het belang van een goede oplossing voor het grensoverschrijdend stemmen is het betreuenswaardig dat de Europese Commissie er niet in is geslaagd voldoende draagvlak te vinden voor opname van het voorstel van de expertgroep, het Haagse Verdrag óf een gelijkwaardig alternatief in de richtlijn aandeelhoudersrechten. Door de richtlijn aandeelhoudersrechten wordt de oproepingstermijn in een groot aantal lidstaten verruimd. Deze verruiming biedt schakels in de keten van vennootschap naar belegger extra tijd om de informatie door te geven. Daarnaast verplicht de richtlijn aandeelhoudersrechten tot een minimumniveau van (elektronische) informatievoorziening. Zowel een verruimde oproepingstermijn als elektronische informatievoorziening kan enig soelaas bieden maar voor een echte oplossing voor het grensoverschrijdend stemmen blijft het wachten op een mondiaal verdrag of een Europese regeling met voldoende bilaterale verdragen.

Om het grensoverschrijdend stemmen efficiënt te laten verlopen is het noodzakelijk dat er een algemeen geaccepteerde regeling komt. Hoewel de virtuele aandeelhoudersvergadering een fraaie operationele oplossing biedt voor een groot aantal problemen rondom de AVA, lost de VGM het infrastructurele probleem van het grensoverschrijdend stemmen niet op. Aangezien juist beursvennootschappen de meeste hinder ondervinden van deze problematiek maar het ook dezelfde vennootschappen zijn die het sterkst kunnen profiteren van de voordelen van de VGM, is het succes van de VGM voor een belangrijk deel afhankelijk van een oplossing voor het grensoverschrijdend stemmen. In het voorgaande heb ik twee mogelijke regelingen de revue laten passeren. Het voert te ver om in dit boek over

---

30. De Europese Commissie heeft zich herhaaldelijk sterk gemaakt voor ratificatie van het Haagse Verdrag. Zie de website van de Europese Commissie: <[www.ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/index\\_en.html](http://www.ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/index_en.html)>.

31. Zie de statutabel bij The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities Held with an Intermediary op <[www.hcch.net](http://www.hcch.net)>.

32. Kuilman 2008, p. 154.



de virtuele aandeelhoudersvergadering een gefundeerde aanbeveling te doen voor een van deze of een mogelijke andere regeling.<sup>33</sup> Daarnaast is het mijns inziens niet eens zo heel erg belangrijk welke van deze twee, of een mogelijke andere regeling, toegepast gaat worden. Dat er een algemeen geaccepteerde regeling komt is voor het grensoverschrijdend stemmen van veel groter belang dan de inhoud van een dergelijke regeling.

## 4.2 Toepasselijk recht

### 4.2.1 *Het toepasselijk recht op de fysieke AVA*

Het rechtsstelsel dat van toepassing is op een vennootschap kan bepaald worden door de leer van de werkelijke zetel en de incorporatieleer. In dit boek staan Nederlandse vennootschappen centraal. Aangezien Nederland de incorporatieleer kent, ga ik uit van de toepasselijkheid van de incorporatieleer.<sup>34</sup> De incorporatieleer houdt in dat een vennootschap juridisch wordt beheerst door het recht van het land volgens welk zij is opgericht. Meestal zal in dit land de oprichting geschieden en zal hier tevens de statutaire zetel van de vennootschap zijn gevestigd, omdat dit veelal door het incorporatierecht is voorgeschreven. Anders dan bij de leer van de werkelijke zetel, is bij de incorporatieleer de vrije keuze van de oprichters beslissend voor het toepasselijk recht ongeacht in welk land de vennootschap haar bedrijfsactiviteiten ontplooit.

De in 1998 in werking getreden Wet conflictenrecht corporaties<sup>35</sup> (afgekort “WCC”) codificeert in artikel 2 de incorporatieleer: “*Een corporatie die ingevolge de oprichtingsoverkomst of akte van oprichting haar zetel of, bij gebreke daarvan, haar centrum van optreden naar buiten ten tijde van de oprichting, heeft op het grondgebied van de Staat naar welk recht zij is opgericht, wordt beheerst door het recht van die Staat.*” Als gevolg van deze keuze voor de incorporatieleer is dus Nederlands recht van toepassing op in Nederland opgerichte naamloze vennoot-

33. Dit onderwerp verdient een eigen proefschrift. Zie: Haentjens 2007.

34. In dit verband zijn de uitspraken van het Europees Hof van Justitie inzake Centros, Überseering en Inspire Art van belang: Resp. HvJ EG 9 maart 1999, zaak C-212/97, *Jur.* 1999, I-1459 (*Centros*); HvJ EG 5 november 2002, zaak C-208/00, *Jur.* 2002, I-9919 (*Überseering*) en HvJ EG 30 september 2003, zaak C-167/01, *JOR* 2003/11 (*Inspire Art*). Kort gezegd heeft het Europees Hof hierin duidelijk gemaakt dat het recht op vrije vestiging, zoals neergelegd in artikel 43 en 48 van het EG-Verdrag, ook geldt voor vennootschappen. Als gevolg van deze uitspraken zijn de mogelijkheden om buitenlandse vennootschapsvormen te gebruiken voor activiteiten in het eigen land aanmerkelijk toegenomen. De band tussen het land waar de activiteiten worden uitgeoefend en het op de vennootschap toepasselijke recht is in beginsel doorsneden waardoor de vennootschap wordt beheerst door het recht van het land waarnaar ze is opgericht. Uiteindelijk zullen deze uitspraken leiden tot het einde van de leer van de werkelijke zetel. Zie: Wezeman en Van Houtum 2004, p. 176 en Steffens 2004, p. 46.

35. Zie over de Wet conflictenrecht corporaties: Vlas 1998, p. 53.

#### HOOFDSTUK 4

schappen. De vraag kan rijzen welke onderwerpen door het incorporatierecht worden beheerst. Het antwoord op deze vraag staat in artikel 3 WCC:

*Het op een corporatie toepasselijke recht beheerst naast de oprichting in het bijzonder de volgende onderwerpen:*

- a. het bezit van rechtspersoonlijkheid, of van de bevoegdheid drager te zijn van rechten en verplichtingen, rechtshandelingen te verrichten en in rechte op te treden;*
- b. het inwendig bestel van de corporatie en alle daarmee verband houdende onderwerpen;*
- c. de bevoegdheid van organen en functionarissen van de corporatie om haar te vertegenwoordigen;*
- d. de aansprakelijkheid van bestuurders, commissarissen en andere functionarissen als zodanig jegens de corporatie;*
- e. de vraag wie naast de corporatie, voor de handelingen waardoor de corporatie wordt verbonden aansprakelijk is uit hoofde van een bepaalde hoedanigheid zoals die van oprichter, vennoot, aandeelhouder, lid, bestuurder, commissaris of andere functionaris van de corporatie;*
- f. de beëindiging van het bestaan van de corporatie.*

Het incorporatierecht beheerst aldus een groot aantal vennootschapsrechtelijke onderwerpen. De aandeelhoudersvergadering valt onder artikel 3 sub b WCC. Dit betekent dat de rechten en plichten van aandeelhouders jegens de vennootschap worden beheerst door het incorporatierecht. Het incorporatierecht bepaalt tevens het recht om de AVA bij te wonen, daar het woord te voeren en het stemrecht uit te oefenen. Waar en wanneer een AVA moet plaatsvinden, hoe de oproeping dient te geschieden en wie tot oproeping gerechtigd zijn wordt eveneens beslist door het incorporatierecht. Het incorporatierecht is daarnaast beslissend op het quorum voor het rechtsgeldig nemen van besluiten door de AVA. Welke bevoegdheden aan de AVA toekomen wordt eveneens beheerst door het incorporatierecht. Dit rechtstelsel bepaalt wanneer een besluit tot stand is gekomen en hoe dit besluit luidt, alsmede de kwesties van de gevolgen van onbevoegd genomen besluiten.<sup>36</sup>

Er zijn ook onderwerpen waar het toepasselijk recht niet direct duidelijk is. De Hoge Raad heeft beslist dat het incorporatierecht van toepassing is op de volmacht tot het uitoefenen van aandeelhoudersrechten.<sup>37</sup> Het is echter de vraag of er tussen de volmachtgever en de gevolmachtigde nog ruimte is voor een rechtskeuze of bij gebreke hiervan het recht van de gevolmachtigde van toepassing is. Vlas is van mening dat deze ruimte slechts aanwezig is ten aanzien van zuiver interne aangelegenheden tussen de volmachtgever en gevolmachtigde.<sup>38</sup> De grens

36. Zie: Vlas 2002, nr. 274 e.v.

37. HR 20 april 1990, NJ 1991, 560 (Natco). Zie hierover ook Vlas 1990, p. 203.

38. Vlas 2002, nr. 279-282.

tussen interne en externe werking van een volmacht is echter niet scherp te trekken.<sup>39</sup> Met Vlas ben ik van mening dat omwille van de rechtszekerheid en een soepel verloop van het rechtsverkeer de aandeelhoudersvolmacht in al haar aspecten onderwerpen zou moeten zijn aan het incorporatierecht.<sup>40</sup> Overigens verwacht ik dat volmachten op een virtuele vergadering minder vaak gebruikt zullen worden dan op de fysieke vergadering het geval is.

#### 4.2.2 *Het toepasselijk recht op de virtuele AVA*

Het toepasselijk recht op de virtuele AVA zal in beginsel niet afwijken van het toepasselijk recht op de fysieke AVA. Het recht van het land waar de vennootschap geïncorporeerd is, beheerst de rechten en plichten van aandeelhouders jegens de vennootschap. Daarnaast verschaft het incorporatierecht regelingen om de AVA bij te wonen, daar het woord te voeren en het stemrecht uit te oefenen. Waar en wanneer een AVA moet plaatsvinden, hoe de oproeping dient te geschieden en wie tot oproeping gerechtigd zijn wordt eveneens beslist door het incorporatierecht.

Aangezien er aldus geen twijfel bestaat over de toepasselijkheid van het incorporatierecht, hoeft het ontbreken van een plaats/locus van de vergadering bij een VGM niet tot rechtsonzekerheid te leiden. Mocht er toch onzekerheid bestaan over de toepasselijkheid van het incorporatierecht, dan is deze onzekerheid eenvoudig weg te nemen door wettelijk of statutair te bepalen dat de VGM in de woonplaats van de rechtspersoon wordt geacht plaats te vinden. De VGM wordt hiermee plaatselijk bepaald. Al datgene wat er tijdens de VGM geschiedt of wordt nagelaten, wordt op deze wijze beheerst door het incorporatierecht. Eenzelfde resultaat is overigens ook te bereiken door elke aandeelhouder tijdens of na het inloggen<sup>41</sup> een *agreement* te laten accepteren waarmee deze onder andere akkoord gaat met de toepasselijkheid van Nederlands recht.<sup>42</sup>

---

39. Zie hierover uitgebreid: Verhagen 1995, p. 185.

40. Vlas 2002, nr. 282.

41. Een belangrijke voorwaarde is dat het mogelijk is om in te loggen. Als dit door bijvoorbeeld technisch falen niet mogelijk is, is de rechtskeuze ook niet gemaakt.

42. De rechtsgeldigheid van rechtskeuzes door middel van “click-wraps” is door diverse rechters bevestigd. Zie de aangehaalde uitspraken in Burnstein 1998, p. 23-34 en Kronke 1998, p. 65-86.



## *Hoofdstuk 5*

# Rechtstechnologische aspecten

De hoofdvraag van hoofdstuk vijf zal zijn of het technisch mogelijk is om een VGM-platform te bouwen en te laten functioneren. Aangezien ik, als jurist, niet de meest aangewezen persoon ben om deze vraag te beantwoorden, zal ik aan diverse ICT-bedrijven vragen om deze vraag te beantwoorden door een offerte op te stellen. Voordat een dergelijke offerteaanvraag verstuurd kan worden, is het essentieel dat er kennis verkregen wordt omtrent de aspecten die een belangrijke rol kunnen spelen.

## 5.1 Enkele rechtstechnologische aspecten

De rechtstechnologische discipline onderzoekt de juridische aspecten van moderne technologieën. Ook bij de VGM speelt een aantal belangrijke juridische aspecten. Ik wil beginnen met het onderzoeken of zowel vennootschap als aandeelhouders moeten instemmen met het elektronisch communiceren. Hierna zal ik de risico's en consequenties van een mogelijk falen van de VGM in kaart brengen. In het bijzonder zal ik aandacht besteden aan het wegvallen van de internetverbinding. Ik zal dit hoofdstuk afsluiten met enkele opmerkingen over elektronisch bewijs in een virtuele aandeelhoudersvergadering.

### *5.1.1 Wederzijdse instemming*

In deze paragraaf wil ik onderzoeken of zowel de AVA als alle aandeelhouders individueel zouden moeten instemmen met een virtuele vergadering. Boek 2 BW gaat er tot heden van uit dat aandeelhouders recht op schriftelijke informatie hebben en dat de aandeelhoudersvergadering fysiek plaatsvindt. Gesteld dat de wetgever vennootschappen de ruimte geeft om statutair te bepalen dat de AVA ook geheel elektronisch plaats kan hebben, dan vereist de invoering de instemming van een (eventueel gekwalificeerde) meerderheid van de aandeelhouders. Aandeelhouders kunnen hun instemming geven op een daartoe strekkend voorstel van het bestuur. Indien de meerderheid van de stemmen is uitgebracht ten voordele van een dergelijke statutenwijziging kan het bestuur, als oproepend en organiserend orgaan, besluiten om gebruik te maken van deze statutaire mogelijkheid. Indien de vennootschap inderdaad de aandeelhoudersvergadering virtueel organi-

## HOOFDSTUK 5

seert, is een individuele aandeelhouder voor een ‘fait accompli’ gesteld.<sup>1</sup> Hij kan immers niet meer “in persoon” op de AVA verschijnen.

Bij de wetswijziging ter bevordering van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen bij de besluitvorming in vennootschappen, heeft de wetgever als uitgangspunt gehanteerd dat elke individuele aandeelhouder er voor kan kiezen al dan niet gebruik te maken van moderne communicatiemiddelen.<sup>2</sup> Deze vrijwil- ligheid komt tot uiting in de artikelen 2:113/223 lid 4 BW. De vrijheid die de hou- der van aandelen op naam en de houder van certificaten van de wetgever krijgen om in te stemmen met moderne communicatiemiddelen staat in schril contrast met de regeling van artikel 3:15a BW. In dit artikel wordt elektronische commu- nicatie gelijkgesteld met een handgeschreven handtekening zonder dat de eis wordt gesteld dat de wederpartij voorafgaand akkoord is gegaan met het gebruik van elektronica.<sup>3</sup> Hierbij kan worden afgevraagd wat de redenen zijn voor de strikte eis van wederzijdse instemming bij het gebruik van zeggenschapsrechten in het kader van rechtspersonen. Nadat hierop een antwoord is geformuleerd, zal worden gezien of dit antwoord ook opgaat voor de VGM.

De eerste reden voor de striktere eis van wederzijdse instemming in het vennoot- schapsrecht is dat de totstandkoming van besluiten, anders dan bij contracten, niet afhankelijk is van de instemming van alle partijen. Het niet instemmen door een (kleine) aandeelhouder verhindert het besluit met zijn rechtsgevolgen immers niet. De wetgever heeft gemeend de aan de besluitvorming deelnemende partijen meer bescherming te moeten bieden.<sup>4</sup> De tweede reden is te vinden in de mening van de wetgever dat niemand gedwongen moet worden om kosten voor de appa- ratuur en de aansluiting op het internet te maken. Ook nam de wetgever als over- weging mee dat voor het gebruik van moderne communicatiemiddelen een zeke- re technische vaardigheid vereist is, die niet iedereen heeft of waarvan niet iedee- ren geacht kan worden die te verkrijgen.<sup>5</sup> Het is de vraag in hoeverre deze twee gronden voor wederzijdse instemming van toepassing zouden kunnen zijn op een virtuele aandeelhoudersvergadering.

De eerste reden, de aandeelhouder beschermen door hem keuzevrijheid te geven, gaat bij een VGM niet op. Het is immers ondoenlijk om een virtuele en een fysie-

- 
1. Zie paragraaf 2.10 voor een behandeling van de mogelijke bezwaren die een aandeelhouder zou kunnen hebben tegen de (overschakeling op een) virtuele aandeelhoudersvergadering.
  2. *Kamerstukken II* 2004/05, 30 019, nr. 3. Let wel: in de bedoelde Memorie van Toelichting ging het om videoconferentie en het stemmen via e-mail en niet om een virtuele aandeelhoudersvergadering.
  3. Een belangrijke vooronderstelling is dat de wederpartij de elektronische handtekening kan ont- vangen. Ingevolge artikel 3:15a BW kunnen er wel eisen worden gesteld aan de betrouw- baarheid van de authenticatie.
  4. *Kamerstukken II* 2004/05, 30 019, nr. 3, p. 11.
  5. *Kamerstukken II* 2004/05, 30 019, nr. 3, p. 12.

ke discussie tegelijk te voeren dan wel in elkaar over te laten vloeien. Voor een constructieve dialoog is het belangrijk dat alle deelnemers op hetzelfde platform discussiëren. Het mogelijk maken van een dergelijke dialoog lijkt mij te prevaleren boven de wederzijdse instemming. Om de constructieve dialoog niet te frustreren, mag van, alle in de AVA geïnteresseerde, aandeelhouders worden verlangd dat ze zonder individuele instemming deelnemen aan de virtuele aandeelhoudersvergadering. Dit neemt uiteraard niet weg dat eerst de meerderheid van de aandeelhouders in moet stemmen met een statutenwijziging die een virtuele vergadering mogelijk moet maken.

De tweede reden die de wetgever hanteert om wederzijdse instemming te rechtvaardigen, is het uitgangspunt dat aandeelhouders niet geconfronteerd mogen worden met kosten voor de aanschaf van apparatuur en met veronderstelde technische vaardigheden. Aandeelhouders hoeven bij een VGM slechts te beschikken over een computer met een internetverbinding. Hoewel een zeer groot gedeelte van de Nederlanders<sup>6</sup> de beschikking heeft over een dergelijke computer, zullen er ook aandeelhouders bestaan die hierover niet beschikken. Deze aandeelhouders kunnen gebruikmaken van openbare computers of een computer aanschaffen. De nieuwprijs van een computer is, zeker voor iemand die zich aandelen kan veroorloven, niet hoog en de voordelen zijn legio. De wetgever heeft wel een punt wanneer hij stelt dat er voor het gebruik maken van moderne communicatiemiddelen geen grote technische vaardigheden vereist mogen zijn. Alhoewel een zekere aanwezigheid van technische vaardigheden verondersteld mag worden, is het van groot belang dat het VGM-platform helder vormgegeven en gebruiksvriendelijk is. Wanneer hieraan voldaan is, lijkt mij dat alle argumenten voor de eis van individuele instemming met de VGM niet van toepassing zijn. Nadat de meerderheid van de aandeelhouders voor een statutenwijziging heeft gestemd en de aandeelhoudersvergadering virtueel kan plaatsvinden, is het aldus niet noodzakelijk dat alle individuele aandeelhouders hiermee instemmen.<sup>7</sup>

### 5.1.2 *Risico's van elektronisch communiceren*

Net als aan communicatie per post zijn er aan elektronische communicatie risico's verbonden. In deze paragraaf zal ik een aantal van deze risico's behandelen en onderzoeken voor wie dit risico dient te zijn.

6. In 2007 had 84% van de Nederlanders thuis een internetaansluiting. Het EU-gemiddelde is 57%. Zie: <[www.eurostat.eu](http://www.eurostat.eu)>. De Europese Commissie streeft naar een sterke uitbreiding van de internettoegang. De Commissie heeft hiertoe een plan met de titel i2010 opgesteld, dat als doel heeft dat het aantal mensen zonder internetaansluiting in 2010 gehalveerd is. Bij het opstellen van het plan, in 2006, profiteerde 30 tot 40% van de Europeanen onvoldoende van internet. Vooral werklozen, ouderen en gehandicapten zouden hierin nog een flinke slag te slaan hebben. De Commissie verwacht dat een verdere groei van het aantal internetaansluitingen een positief effect zal hebben op de werkgelegenheid en innovatiekracht.
7. Artikel 2:113 lid 5 BW maakt het reeds mogelijk om houders van aandelen aan toonder en houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten via de website van de vennootschap op te roepen. Individuele instemming is hiervoor niet vereist (en tevens praktisch onmogelijk). Zie: Van der Ploeg 2006, p. 155.

## HOOFDSTUK 5

Evenals er bij een brief naar de brievenbus of deurmat gelopen dient te worden, is er voor het raadplegen van e-mail of een website ook een actie van de ontvanger nodig. Daar komt bij dat deze actie tijdig ondernomen moet worden aangezien een website gewijzigd kan worden en een e-mailbox vol kan raken. Deze risico's zijn voor rekening van de ontvanger. Wanneer een aandeelhouder verandert van e-mail adres en dit niet doorgeeft aan de vennootschap c.q. zijn bank, dan kan de vennootschap hem in het geval van elektronische communicatie niet bereiken. Desondanks kan op basis van artikel 3:37 lid 3 BW worden aangenomen dat de verklaring toch werking heeft, aangezien het niet ontvangen van de verklaring het gevolg is van de eigen handelingen van de aandeelhouder. Mits de wijziging van het e-mail adres niet aan de vennootschap is medegedeeld, geldt een eventuele elektronische oproeping voor de AVA aan het oude e-mail adres dan ook als een rechtens juiste oproeping. De aandeelhouder kan dan ook geen besluiten laten vernietigen als gevolg van een verzuim in de oproeping.<sup>8</sup> Indien echter de oproeping niet of niet tijdig heeft plaatsgevonden als gevolg van een tekortkoming van de vennootschap, bijvoorbeeld doordat er per ongeluk een foutief e-mail adres gebruikt wordt, kan de aandeelhouder de op de AVA genomen besluiten wel laten vernietigen.<sup>9</sup>

Aangezien bij een virtuele aandeelhoudersvergadering twee gevaren een bijzondere rol spelen, zal ik hier in de navolgende paragraaf nader op in gaan. Deze gevaren zijn computervredebreek en het gevaar van het wegvallen van de internetverbinding.

### 5.1.3 *Twee gevaren uitgelicht: computervredebreek en het verbreken van de internetverbinding*

Computervredebreek is de strafrechtelijke kwalificatie van het 'cracken', kraken of openbreken van computers. In de volksmond wordt dit ten onrechte veelal aangeduid met hacken.<sup>10</sup> Computervredebreek is in Nederland strafbaar gesteld in artikel 138a van het Wetboek van Strafrecht.<sup>11</sup> Dit artikel omschrijft computervredebreek als "opzettelijk wederrechtelijk binnendringen in een geautomatiseerd werk voor de opslag of verwerking van gegevens, of in een deel daarvan".

---

8. Zie artikel 2:113/223 jo. 15 lid 1 BW.

9. Zie Slagter 2005, p. 72 en Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 96.

10. Hacken is het constructief uitvinden, uitwerken, testen en finetunen van (deel)oplossingen en het verhelpen van problemen. Hacken heeft niet per se te maken met computersoftware of met veiligheid. Hacken in brede zin is het inzetten van vergaande kennis en ervaring teneinde zaken te verbeteren en deze kennis op anderen over te dragen.

11. De maximale straf voor computervredebreek is zes maanden gevangenisstraf of een geldboete van de derde categorie. Echter indien de inbreker (1) gegevens uit de computer vastlegt (voor zichzelf of anderen), of (2) de verwerkingscapaciteit van de computer aanwendt voor zichzelf, of (3) de ingebroken computer gebruikt als startpunt voor een verdere inbraakpoging in een andere computer, dan neemt de maximumstraf toe tot vier jaren of een geldboete van de vierde categorie.



Voorwaarde voor computervrederebreuk is dat de dader bij het binnendringen:

1. enige beveiliging doorbreekt, of
2. de toegang verwerft door een technische ingreep, met behulp van valse signalen of een valse sleutel dan wel door het aannemen van een valse hoedanigheid.

Een van de favoriete kunstgrepen van crackers is het creëren van een website die qua URL (Uniform Resource Locator) en uitstraling vrijwel identiek is aan de originele website. Slachtoffers worden middels phishing e-mails naar de nageemaakte website gelokt om daar de contactgegevens te bemachtigen, waarna de phisher toegang heeft tot beveiligde delen van de originele website.<sup>12</sup> De website van de VGM kan eveneens worden gedupliceerd. Met behulp van phishing zou dan het stemrecht van één of meer aandeelhouders gekaapt kunnen worden. Het is dan ook van groot belang dat de te gebruiken URL duidelijk wordt gecommuniceerd en bij voorkeur identiek is aan de URL van de corporate website.

Daarnaast bestaat het gevaar dat een virtuele aandeelhoudersvergadering gekraakt wordt. Uiteraard is het van het grootste belang dat het VGM-platform uitstekend beveiligd wordt. Ondanks alle beveiliging en voorzorgsmaatregelen bestaat echter een kans dat deze beveiliging gekraakt wordt. Hierdoor is ook mogelijk dat een kraker er in slaagt om het resultaat van een stemming te muteren, in te breken in de dialoog of op andere wijze de vergadering ernstig te verstoren. Welke consequenties dit zou moeten hebben, zal in de volgende twee paragrafen aan bod komen.

Een ander reëel gevaar bij de VGM is het wegvallen van de internetverbinding. Bij elektronisch communiceren is zowel de ontvanger als de verzender afhankelijk van het goed functioneren van onder andere het elektriciteitsnet, de server, de (telefoon)kabel, de internetverbinding en zijn computer. Indien hierin een storing optreedt, komt de communicatie niet of gebrekkig tot stand. Bij de VGM zou een storing in de techniek tot gevolg kunnen hebben dat (bepaalde) aandeelhouders niet (langer) deel kunnen nemen aan de discussie dan wel aan de stemming.

De vraag welke partij voor deze (en mogelijke andere) gevaren het risico draagt en welke consequenties dit eventueel zou kunnen hebben, zal in de volgende paragrafen beantwoord worden.

---

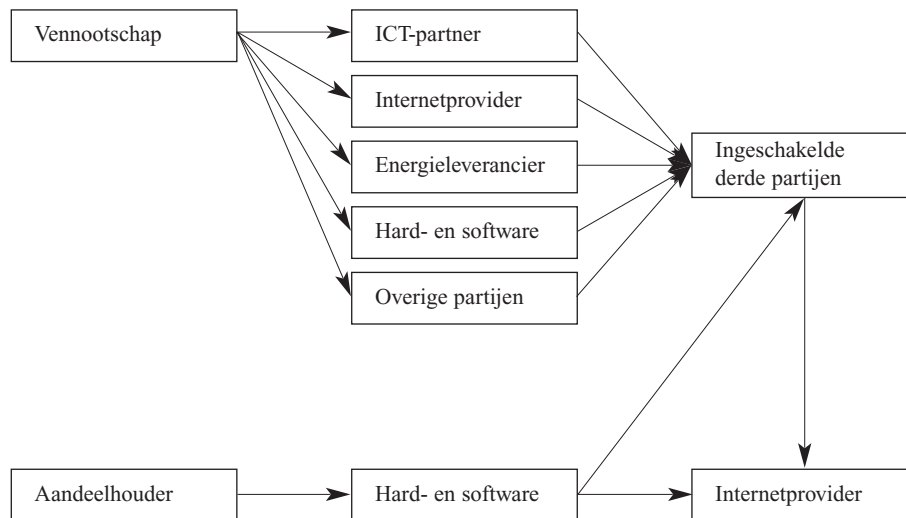
12. Een bekend voorbeeld van deze ‘phisher’ tactiek is de aanval op postbank.nl door eenzelfde site te bouwen onder de URL “posbank.nl”. Rekeninghouders ontvingen een e-mail van de phisher, die zich voordoeft als de helpdesk van de Postbank. In de e-mail wordt de klant gevraagd, bijvoorbeeld in het kader van een onderzoek waaraan een mooie beloning is gekoppeld, op een link te klikken en op de dan verschijnende website in te loggen. De link verwijst echter naar de (valse) website van de phisher in plaats van de (authentieke) site van de Postbank. De klant vult zijn gebruikersnaam en wachtwoord in en de phisher beschikt over de gegevens van de klant. Het gevolg hiervan is dat de phisher toegang heeft tot de rekening van de klant.

## HOOFDSTUK 5

### 5.1.4 Risicoverdeling

Voordat ik nader in ga op de risicoverdeling van een aantal gevaren, is het goed om eerst in kaart te brengen welke partijen betrokken zijn bij de elektronische communicatie tussen vennootschap en aandeelhouder.

Figuur 5.1. Betrokken partijen bij elektronische communicatie tussen vennootschap en aandeelhouder



Zoals uit bovenstaande figuur blijkt, is een groot aantal partijen/factoren betrokken bij de elektronische communicatie. Bij elk van deze partijen zou zich een incident kunnen voordoen waardoor de communicatie tijdelijk of geheel niet mogelijk is. Aangezien het onredelijk is dat de vennootschap of de aandeelhouder het risico draagt voor de gehele keten, zal ik in kaart brengen tot waar wiens verantwoordelijkheid loopt.

Bij de behandeling van wetsvoorstel 30019 noemt de Minister van Justitie de verplichting van een vennootschap ten aanzien van het elektronisch communiceren een inspanningsverplichting.<sup>13</sup> Vennootschappen hebben een inspanningsverplichting om die maatregelen te treffen die redelijkerwijs van hen gevergd kunnen worden om te voorkomen dat communicatieverbindingen tijdens de vergadering wegvallen. Voldoet een vennootschap hieraan en is nochtans sprake van een technisch falen, dan is het risico voor de aandeelhouder. Wanneer de vennoot-

13. *Kamerstukken II 2005/06, 30 019, nr. 7, p. 5.*

14. *Kamerstukken II 2004/05, 30 019, nr. 5, p.2.*

15. *Kamerstukken II 2005/06, 30 019, nr. 7, p. 5.*

schap echter niet aan haar inspanningsverplichting voldoet, is het risico van een fout wél voor de vennootschap. De Raad van State heeft in zijn advisering omtrent wetsvoorstel 30019 gemeend dat omtrent het niveau van de inspanningsverplichting een wettelijke regeling nodig is.<sup>14</sup> De minister merkt hierover op dat de mate van inspanning die gevergd kan worden mede afhankelijk is van de stand van de techniek (bandbreedte van de verbinding, toegepaste software en hardware enzovoort).<sup>15</sup> De minister acht het in dit licht doenlijk noch wenselijk om specifiek aan te geven op welke wijze vennootschappen aan deze inspanningsverplichting invulling zouden moeten geven. Ik sluit me aan bij voormelde mening van de minister, aangezien een nadere specificering niet techniekneutraal zou zijn en dus snel achterhaald kan worden door verdere ontwikkeling van de techniek. Specificering zou kunnen leiden tot geringere flexibiliteit voor vennootschappen en zou mogelijk zelfs de toepassing van nieuwe en betrouwbare communicatiemethoden in de weg kunnen staan. Daarnaast kan het reguleren van dergelijke technische en andere eisen leiden tot ongewenste nieuwe administratieve lasten. Vennootschappen dienen periodiek te bezien welke technische eisen en voorwaarden ze aan de VGM moet verbinden om aan de inspanningsverplichting te voldoen. Een ICT-bedrijf kan hierin adviseren dan wel op andere wijze behulpzaam zijn.

De vennootschap zal bij het organiseren van een VGM waarschijnlijk gebruikmaken van de diensten van een professionele partij. Daar de vennootschap aan haar inspanningsverplichting dient te voldoen, heeft ze een groot belang bij het voorkomen van storingen. Dit zal onder andere tot uiting komen in het “Service Level Agreement” dat de vennootschap met de professionele partij sluit. In dit contract zullen bepalingen worden opgenomen die betrekking hebben op de beschrijving en afbakening van de diensten, minimumpercentages, gemiddelden, maximaal aantal verstoringen en de verdeling van aansprakelijkheid.<sup>16</sup> Het is de vraag voor wiens risico een fout van een professionele partij is. De minister is van mening dat wanneer de professional voldoende inspanning levert en er desondanks toch iets mis gaat, dit risico alsdan voor de aandeelhouder is.<sup>17</sup> Dat het risico van het wegvallen van de verbinding bij de aandeelhouder ligt, is niet ongebruikelijk. Ook wanneer een consument via internet een product probeert te kopen, kan de verbinding wegvallen. De koop is hierdoor niet tot stand gekomen. De consument zal dit eenvoudig oplossen door opnieuw bij de internetwinkel zijn bestelling te plaatsen. Ook bij de VGM zal een aandeelhouder na het wegvallen van de internetverbinding, al dan niet na verloop van tijd, opnieuw in kunnen loggen en kunnen deelnemen aan de VGM.<sup>18</sup>

---

16. Zie over Service Level Agreements: Stuurman 2004, p. 79-116.

17. *Kamerstukken II* 2005/06, 30 019, nr. 7, p. 5.

18. De aandeelhouder merkt dat er iets is misgegaan doordat het systeem dit aangeeft, er een onverwachte webpagina verschijnt of doordat een bevestigingsmail van bijvoorbeeld zijn stemming uitblijft.

Van der Ploeg is het niet met de minister eens en vindt dat wanneer de professional een fout maakt, de vennootschap hiervoor het risico zou moeten dragen.<sup>19</sup> Hij baseert dit op de ontvangstverplichting van artikel 3:37 lid 3 BW. Dit betekent echter dat de vennootschap het risico draagt voor alle omstandigheden, zelfs tot aan de computer van de aandeelhouder. Omstandigheden waar de vennootschap volgens Van der Ploeg het risico voor draagt, zijn onder andere storingen in de server, in de internetverbinding van het VGM-platform en in het elektriciteitsnet. Op bijvoorbeeld storingen in het elektriciteitsnet heeft de vennootschap vrijwel geen invloed. De vennootschap is hierbij afhankelijk van verschillende lokale energiemaatschappijen die over het algemeen wel met de aandeelhouder maar niet met de vennootschap in een contractuele relatie staan. De vennootschap is dan ook, zeker in internationale verhoudingen, niet de meest geschikte partij om het risico te dragen. Daarnaast zou uit de zienswijze van Van der Ploeg voortvloeien dat overeenkomstig artikel 3:37 lid 3 BW de niet aangekomen stemmen alsnog tellen. Dit lijkt me in geval van een storing niet of uiterst lastig te verwezenlijken.

Mijn inziens dient het risico bij de aandeelhouder te liggen, mits de professional voldaan heeft aan de inspanningsverplichting die eveneens voor de vennootschap geldt. De inspanningsverplichting brengt zeer zware eisen met zich mee waardoor er niet eenvoudig aan voldaan is. Zoals al eerder aangegeven, ben ik geen voorstander van het vastleggen van de te stellen eisen aan de inspanningsverplichting. Wel dienen alle prestaties, zoals bijvoorbeeld de responstijd, foutmeldingen, continue back-up en dergelijke, overeenkomstig de state of the art te zijn. Mocht er ondanks de inspanning toch iets mis gaan, dan komt dit voor risico van de aandeelhouder. Het proberen te verhelpen van technische problemen valt uiteraard ook onder de inspanningsverplichting. De risicoverdeling is bij een fysieke vergadering niet veel anders. Ook daar dient de vennootschap zich in te spannen om de vergadering goed te organiseren.

Als de geluidsversterking of de vertaling tijdens de AVA wegvalt, heeft de vennootschap de inspanningsverplichting om dit te verhelpen. Als de vennootschap de juiste mate van inspanning levert, door bijvoorbeeld geluidstechnici of extra vertalers stand-by te hebben, heeft ze hiermee aan haar inspanningsverplichting voldaan. Mocht de vennootschap er ondanks deze inspanning of voorzorgsmaatregelen niet in slagen om het mankement te verhelpen, dan komen de gevolgen hiervan voor risico van aandeelhouder.<sup>20</sup> Immers, indien een aandeelhouder door een file niet (op tijd) op de AVA aanwezig kan zijn komt dit ook voor zijn risico. Indien de vennootschap of de persoon die in opdracht van de vennootschap voldoet aan de inspanningsverplichting maar er zich toch een technisch probleem voordoet, ben ik van mening dat een aandeelhouder geen beroep

---

19. Van der Ploeg 2006, p. 156.

20. Dat het juridische risico weliswaar bij de aandeelhouder ligt, doet niets af aan het feit dat het economische risico bij de vennootschap ligt. Hiermee bedoel ik dat de vennootschap bij een incident op de VGM/AVA imagoschade kan lijden en uit oogpunt van investor relations veelal zal zoeken naar een oplossing die aandeelhoudersvriendelijk is.

op 3:37 lid 3 BW zou toekomen. Het is onwerkbaar indien bij elektronisch communiceren een verklaring werking heeft terwijl deze verklaring de vennootschap niet heeft bereikt. Hoewel dit niet expliciet in de kamerstukken is vermeld, is het niet toekomen van een beroep op 3:37 lid 3 BW in overeenstemming met de overwegingen inzake moderne communicatiemiddelen.

Ten aanzien van het deel van het elektronisch communicatietraject dat zich in de macht van de vergadergerechtigde bevindt, liggen de gevolgen van (beveiligings)-incidenten in de risicosfeer van de vergadergerechtigde. Ten aanzien van het traject dat in de macht van de vennootschap ligt, dient deze een state-of-the-art-inspanning te verrichten om ervoor te zorgen dat zich geen beveiligingsincidenten voordoen en de vergadergerechtigde rechtstreeks verbonden is met de vergadering en dat de elektronische stemmen op een correcte wijze worden verwerkt.

#### 5.1.5 *Consequenties van de verwezenlijking van een gevaar*

Nu de risicoverdeling in kaart is gebracht, rijst al snel de vraag naar de consequenties van computervredebreuk, het wegvallen van een verbinding of de verwezenlijking van enig ander gevaar. Ook bij de bespreking van wetsvoorstel 30 019 kwam dit naar voren. De minister antwoordde op vragen van de CDA-fractie dat als uitgangspunt geldt dat, tenzij de statuten anders bepalen, het in de algemene vergadering uitgesproken oordeel van de voorzitter omtrent de uitslag van de stemming beslissend is.<sup>21</sup> Ik ben het hier niet mee eens. Het lijkt mij dat wanneer de vennootschap niet aan haar inspanningsverplichting heeft voldaan en er een storing in de techniek optreedt aan de zijde van de vennootschap, waardoor een aandeelhouder niet aan de beraadslagingen of stemming heeft kunnen deelnemen, het besluit vernietigbaar is wegens gebreken in de totstandkoming.<sup>22</sup> Hierbij kunnen statuten, reglementen maar ook de redelijkheid en billijkheid de onderliggende norm vormen. Dergelijke gebreken in de totstandkoming van het besluit worden niet geheeld door het beslissend oordeel over de uitslag van de stemming van de voorzitter van de vergadering.<sup>23</sup>

Wanneer, volgens de minister, sprake is van een ernstige mate van nalatigheid bij de inspanningsverplichting van de vennootschap tot het voorkomen van incidenten, kan een aldus genomen besluit vernietigbaar zijn wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid.<sup>24</sup> Samen met Nowak<sup>25</sup> ben ik van mening dat in bepaalde omstandigheden er zelfs sprake kan zijn van nietigheid. Een besluit kan nietig

21. *Kamerstukken II* 2005/06, 30 019, nr. 7, p. 6 en artikel 2:13 lid 3 BW.

22. Zie: Van der Ploeg 2006, p. 156 en De Jongh 2006, p. 103.

23. Het beslissend oordeel van de voorzitter betreft slechts de telling en eventueel de inhoud. Het betreft niet de geldigheid of ongeldigheid van het besluit. Zie Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 93 en Dijk-Van der Ploeg 2002, p. 80 en de daar aangehaalde literatuur.

24. *Kamerstukken I* 2005/06, 30 019, C, p.4-5.

25. Nowak 2006, p. 622.

## HOOFDSTUK 5

zijn als de procedurevoorschriften in zo ernstige mate zijn overtreden dat (vrijwel) alle vergadergerechtigden in feite niet in de gelegenheid zijn geweest zich uit te spreken. Van een dergelijke omstandigheid zou mijns inziens sprake zijn in het geval van een grootschalige inbraak op het VGM-platform of het langdurig uitvallen van de communicatie en/of stemfaciliteit voor het merendeel van de (ingelogde) vergadergerechtigden.

Het is aldus cruciaal dat de vennootschap voldoet aan haar inspanningsverplichting. De vennootschap kan aantasting van besluiten eenvoudig voorkomen door te voldoen aan de eisen die aan haar inspanning worden gesteld. Indien de vennootschap aan haar inspanningsverplichting voldoet maar er is desalniettemin sprake van een grootschalig falen van de techniek, bijvoorbeeld een grote en langdurige stroomstoring of computerkraak, dan kan de redelijkheid en billijkheid met zich meebrengen dat er een nieuwe vergadering georganiseerd dient te worden.<sup>26</sup> Op grond van artikel 2:8 lid 1 BW zou de vennootschap ook kunnen besluiten om de virtuele aandeelhoudersvergadering enkele uren of dagen later dan gepland te sluiten. Vanuit de belangen van de aandeelhouders zijn deze oplossingen te prefereren, aangezien zij dan alsnog hun stemrecht kunnen uitoefenen.

Naast de besproken vennootschapsrechtelijke gevolgen ten aanzien van de geldigheid van op de vergadering genomen besluiten, kan het falen van de techniek, onder omstandigheden, ook leiden tot aansprakelijkheid van de vennootschap. Naast het niet voldoen aan de inspanningsverplichting gelden voor aansprakelijkheid de eisen van artikel 6:162 BW. Een vennootschap zou onrechtmatig kunnen handelen in het geval dat aandeelhouders worden aangetast in (de uitoefening van) hun aandeelhoudersrechten als gevolg van technische of organisatorische problemen. De vennootschap zou bij de organisatie van de VGM steken kunnen laten vallen waardoor bepaalde aandeelhouders niet in de gelegenheid zijn om te kunnen deelnemen aan de besluitvorming. De aandeelhouder die constateert dat hij wordt aangetast in zijn aandeelhoudersrechten zou bij voorlopige voorziening stopzetting van het onrechtmatig handelen in combinatie met een dwangsom kunnen vorderen. Omdat een VGM enkele dagen zou kunnen duren, zou dit soelaas kunnen bieden. Een andere mogelijkheid is dat de aandeelhouder het bestuur aanspreekt voor het onrechtmatig handelen door het aantasten van de aandeelhoudersrechten.<sup>27</sup> Een dergelijke bewuste aantasting van de aandeelhoudersrechten kan voldoende grond opleveren voor een schadevergoeding. Normaliter zal de schade van de aandeelhouder dan bestaan uit het, voor andere factoren gecorrigeerde, koersverschil tussen het moment voor en het moment na het nemen het besluit waarbij hij door technische problemen van beraadslagingen was uitgeslo-

26. Dit is eveneens verdedigd door: Van der Ploeg 2006, p. 156.

27. De redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW) kan hierbij het onrechtmatig handelen van het bestuur nader invullen. Artikel 2:8 BW biedt immers geen zelfstandige basis voor een mogelijke vordering van een individuele aandeelhouder jegens de vennootschap. Zie: de uitleg van artikel 2:8 BW door Huizink 2006, suppl. 195.

ten. Het is mogelijk dat de markt niet of nauwelijks heeft gereageerd op de bekendmaking van het desbetreffende besluit. In dat geval heeft de aandeelhouder geen schade geleden maar is hij wel aangetast in zijn aandeelhoudersrechten. Het lijkt mij niet wenselijk om voor deze situatie een nieuwe vorderingsmogelijkheid te openen. In de beschreven situatie heeft de aandeelhouder immers geen schade. Daarnaast gaat er van de mogelijkheid om een motie dan wel een enquêteverzoek, met alle mogelijke gevolgen van dien, in te dienen voldoende afschrikwekkende werking uit dat het bestuur er alles aan zal doen om technische of organisatorische problemen te voorkomen.

### 5.1.6 *Bewijs in een digitale omgeving*

Het zou kunnen voorkomen dat betrokkenen bij de virtuele aandeelhoudersvergadering met elkaar in conflict komen. In het geval dit tot een gerechtelijke procedure leidt, is het voor elk van hen van essentieel belang de juiste bewijzen op tafel te kunnen leggen om het eigen gelijk aan te kunnen tonen. Het is niet ondenkbaar dat partijen datgene wat er op de VGM naar voren is gebracht als bewijs zouden willen gebruiken. Een voorbeeld hiervan is een misleidende uitspraak van een van de leden van het bestuur om zo de koers te manipuleren.<sup>28</sup> Hierbij rijst de vraag wat de juridische status is van elektronisch bewijs.<sup>29</sup> Artikel 152 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (“Rv”) bepaalt dat tenzij de wet anders voorschrijft, bewijs geleverd kan worden door alle middelen. Elektronisch bewijs kan aldus in een juridische procedure worden gebruikt. Lid 2 van artikel 152 Rv bepaalt dat de waardering van bewijs aan het oordeel van de rechter wordt overgelaten, tenzij de wet anders bepaalt. De wet bepaalt in artikel 156 en 157 Rv anders ten aanzien van authentieke en onderhandse akten. Authentieke en onderhandse akten leveren dwingend bewijs op tegen respectievelijk eenieder en de wederpartij.

Over de bewijskracht van datgene dat op de VGM naar voren wordt gebracht, kan het volgende worden opgemerkt. De bewijskracht hangt sterk af van de vorm waarop datgene, wat op de VGM naar voren is gebracht, getoond wordt.

Indien de beraadslagingen zijn vastgelegd in een notarieel proces-verbaal<sup>30</sup> van de vergadering, wordt dit een authentieke akte genoemd die dwingend bewijs tegenover eenieder oplevert. Dit proces-verbaal is veelal niet meer dan een ver-

28. Zie over de mogelijkheden tot schadevergoeding bij misleidende mededelingen: De Jongh 2007, p. 513-522.

29. Lekkerkerker formuleerde deze vraag als volgt: “*Met de komst van elektronische documenten wordt de kwestie opnieuw actueel, hoe de authenticiteit, integriteit, betrouwbaarheid en onweerlegbaarheid van de berichtenuitwisseling in voldoende mate kan worden zeker gesteld.*” Lekkerkerker 1997, p. 303.

30. Zie artikel 2:124/234 lid 2 BW. Een notarieel proces-verbaal/notulen is, op straffe van nietigheid, verplicht bij een statutenwijziging. Bij de meeste AVA's worden de notulen overigens niet door een notaris gemaakt en zullen daardoor niet de bewijskracht van een notarieel proces-verbaal bezitten.

## HOOFDSTUK 5

slag van datgene wat op de vergadering is besloten. Aan de gang van de discussie en aan individuele opmerkingen wordt in een proces-verbaal zelden aandacht besteed zodat een proces-verbaal in een juridische procedure niet vaak tot bruikbaar bewijs zal leiden.

Indien sprake is van een onderhandse akte, levert deze akte dwingend bewijs tegenover de wederpartij. Er is pas sprake van een onderhandse akte, als beide partijen deze ondertekend hebben en het eens zijn over datgene wat op de VGM is gezegd. Voorafgaand aan een conflict, is datgene wat op de VGM is gezegd geen discussiepunt en zal voor partijen veelal de noodzaak ontbreken om een onderhandse akte op te stellen. Tijdens een juridische procedure zal het opstellen van een onderhandse akte de bewijspositie van de ene partij zodanig kunnen versterken dat de andere partij zijn medewerking zal onthouden. De kans op een in een proces bruikbare onderhandse akte lijkt me in deze situatie klein.

De laatste mogelijkheid om de beraadslagingen op de VGM als bewijs te gebruiken, is om een uitdraai van deze beraadslagingen aan de rechter te tonen. Deze uitdraai kan de betrokkene tijdens de AVA zelf hebben gemaakt óf kan bij de vennootschap/technisch partner worden opgevraagd. Gezien het feit dat dergelijke prints eenvoudig na te maken zijn, zal de rechter hieraan weinig bewijskracht toekennen. Een dergelijke print is te vergelijken met de geluidsopname van een fysieke AVA. De bewijskracht van zowel de print als de geluidsopname, zal toenemen als de betrokkene kan bewijzen dat het een waarheidsgetrouwe en originele weergave betreft van datgene wat daadwerkelijk ter vergadering naar voren is gebracht. Een bevestiging hiervan zou onder andere kunnen geschieden doordat de professionele partij verklaard dat het systeem adequaat gefunctioneerd heeft, geen onregelmatigheden geconstateerd zijn en de mate van beveiliging uitermate hoog is. De rechter kan hieruit afleiden dat er niet met het VGM-platform geknoeid is en de print een juiste weergave geeft van de beraadslagingen. Naast een print is uiteraard ook een elektronisch opgeslagen weergave van de VGM als bewijs in te brengen. Ook hierbij geldt dat de bewijswaarde van de elektronische weergave geverifieerd dient te worden. Betrouwbaarheid, duurzaamheid, authenticiteit en identiteit zijn van groot belang in het verificatieproces. Technieken als encryptie<sup>31</sup> of versleuteling van data, elektronische handtekening<sup>32</sup> en de toepassing van trusted third parties<sup>33</sup> kunnen bij de verificatie een belangrijke rol spelen. Slechts indien de rechter zich voldoende van de authen-

---

31. Binnen de cryptografie staat encryptie voor het coderen (versleutelen) van gegevens op basis van een bepaald algoritme. Deze versleutelde gegevens kunnen nadien weer gedecrypteerd (ontcijferd of gedecodeerd) worden zodat men de originele informatie weer terugkrijgt. Zie: Kleve, 2004, p. 86 en Schoenmakers en Van Tilborg 2002, p. 45-54.

32. Een elektronische handtekening is een methode voor het bevestigen van de juistheid van digitale informatie door middel van technieken van de (asymmetrische) cryptografie, op een wijze vergelijkbaar met het ondertekenen van papieren documenten door middel van een geschreven handtekening. Zie Schaub 2004, p. 97-106 en 193-198 en Van Esch 2003, p. 27-57.

33. Een Trusted Third Party is een vertrouwde of vertrouwenwekkende organisatie die elektronisch berichtenverkeer faciliteert. Zie: Koops, Van Kralingen en Van der Wees 1998, p. 206-211.



citeit van het bewijsmiddel heeft kunnen overtuigen, zal hij hier bovengemiddelde waarde aan kunnen en mogen hechten. Het is aldus van groot belang dat de beraadslagingen van betrokkenen bij de VGM nauwkeurig, veilig en volledig worden vastgelegd en worden bewaard.<sup>34</sup>

## 5.2 Enkele ICT-aspecten

Aangezien er bij de VGM een aantal specifieke technologische aspecten een bijzondere rol speelt, zal ik deze aspecten nader bestuderen. Ik begin met een focus op de verschillende gebruikersrechten op de VGM. Vervolgens zal ik me verdiepen in de privacyissues van de VGM om daarna de beveiligingsaspecten van informatie(stromen) en het VGM-platform te onderzoeken. In de behandeling van de ICT-aspecten zal een groot aantal, veelal Engelstalige, ICT-termen voorbij komen. Ik zal deze termen waar nodig uitleggen en anders verwijzen naar achtergrondinformatie.

### 5.2.1 Gebruikersrechten

De in de VGM geïnteresseerde personen kunnen verdeeld worden in drie categorieën, te weten Observers (bezoekers), Debaters (vergadergerechtigden) en Voters (stemgerechtigden).<sup>35</sup> De categorie waarin een geïnteresseerde valt, bepaalt tevens zijn gebruikersrechten. Dit wordt “identity management” genoemd.<sup>36</sup> Identity management is het efficiënt beheren van de identiteit van de gebruikers en zorgt voor snelle en betrouwbare toegang tot informatie en toepassingen. Vanuit de identiteit van de individu zijn de gebruikersrechten en andere gegevens te achterhalen. De hoofdregels<sup>37</sup> van goed identity management zijn te vatten in de volgende vier A’s:

- Authenticatie: dit is het basisproces dat duidelijk maakt wie de gebruiker is. Voor authenticatie kan gebruik worden gemaakt van diverse elementen voor herkenning en controle:
  1. specifieke kennis: gebruikersnaam, wachtwoord, ID-nummer of pincode.
  2. materiële bezittingen: bankpasje, rijbewijs, paspoort.
  3. lichamelijke kenmerken: vingerafdruk, irisscan, DNA en handtekening.
- Autorisatie: dit is het proces dat vaststelt of een geïdentificeerd en geverifieerd account rechten heeft om toegang te krijgen tot bepaalde informatiesystemen. In het algemeen is dit een basiscontrole of het account in orde is en voldoet aan bepaalde eisen voor toegang van de vastgestelde informatie.

34. Zie over elektronisch bewijs: Kemna 2004, p. 193-226.

35. Zie voor meer informatie paragraaf 7.4.1.

36. Identity management is vooral bekend van toegangspasjes, applicatietoegang vanuit diverse werkomgevingen en tijdsregistratie.

37. Zie: Looijen 2004, p. 44.

## HOOFDSTUK 5

- Access Controle: controleert een uitgebreid scala van gebruikersrechten en plichten. Vaak wordt door de beheerder voor elke gebruiker een accesscontrolelijst bijgehouden.
- Auditing en rapportage: het vastleggen en rapporteren van alle gebeurtenissen is van belang om een goed inzicht in en oordeel over betreffende activiteiten en gebruikers te kunnen hebben. Zaken als het creëren van accounts, modificaties, mutaties en verwijderingen dienen gelogd te worden waardoor de auditors kunnen bepalen wie rechten heeft tot toegang tot welke systemen en op welk niveau.

Zoals reeds eerder opgemerkt, kent de VGM eveneens verschillende geïnteresseerden en verschillende gebruikersrechten. Het is van het grootste belang dat elke geïnteresseerde in de juiste categorie wordt geplaatst. Deze categorisering kan plaatsvinden aan de hand van een computerrun, waarmee alle stemgerechtigden bepaald worden. Alle overige geïnteresseerden, zoals journalisten en analisten, kunnen, al dan niet na registratie, Observerrechten verkrijgen. Vergadergerechtigden, zoals pandhouders en vruchtgebruikers die geen stemrecht hebben, zullen een inlogcode krijgen aan de hand waarvan ze als Debater herkend worden en Debaterrechten krijgen. De stemgerechtigden zullen een inlogcode krijgen aan de hand waarvan ze als Voter herkend worden en Voterrechten ontvangen. Naast het feit dat een aandeelhouder als Voter herkend moet worden, moet het systeem ook informatie omtrent de omvang van zijn stemgerechtigdheid bevatten. Deze informatie is gezien privacywetgeving<sup>38</sup> en traditie in beginsel niet openbaar voor anderen dan de stemgerechtigde, maar is wel cruciaal voor het verloop van de stemming. Aangezien de vennootschap en eventueel door haar ingeschakelde partners in staat moeten zijn om effectief hun taken uit te oefenen, zullen zij de meest omvattende gebruikersrechten hebben. Als “Administrator” hebben ze de bevoegdheid om extra rechten aan individuele personen toe te kennen of deze af te nemen. Tevens kunnen ze, in het kader van het ordentelijke verloop van de vergadering, bijdragen naar het juiste agendapunt verplaatsen en eventueel verwijderen.

Het is van cruciaal belang voor het slagen van een VGM dat de juiste gebruikersrechten aan de betrokkenen worden toebedeeld. Daarnaast zal de software die de gebruikersrechten toebedeeld, uitermate goed beveiligd moeten zijn zodat een eventuele aanval direct gedetecteerd, geneutraliseerd en uitgeschakeld wordt. Indien aan deze twee voorwaarden niet voldaan is, kan en zal de VGM ontaarden in een chaotisch tafereel waar besluitvorming onmogelijk is. In de offerteaanvraag heb ik een aantal eisen gesteld waarin de vier A's duidelijk naar voren kwamen. In de door ICT-bedrijven uitgebrachte offertes is uitgebreid aandacht besteed aan oplossingen om de gewenste en veilige verdeling en uitoefening van gebruiksrechten te waarborgen. De bouw van een VGM-platform waar de vier A's zijn gewaarborgd, is aldus zeer wel mogelijk.

---

38. Een nadere uitwerking van privacyaspecten volgt in paragraaf 5.2.2.

### 5.2.2 *Privacyaspecten*

Voor het verlenen van gebruikersrechten aan aandeelhouders is het noodzakelijk dat eerst alle noodzakelijke gegevens hiertoe verzameld en verwerkt worden. Het verzamelen en verwerken van persoonsgegevens zoals naam, adres, woonplaats en e-mailadres, is onderworpen aan de Wet bescherming persoonsgegevens (“Wbp”) die in september 2001 in werking is getreden. Deze wet is een implementatie van Richtlijn 95/46/EG van 23 november 1995 betreffende de bescherming van natuurlijke personen in verband met de verwerking van persoonsgegevens en betreffende het vrije verkeer van de gegevens (“Privacy-Richtlijn”).<sup>39</sup>

Ingevolge artikel 27 Wbp bestaat er een meldingsplicht aan het College Bescherming Persoonsgegevens (“CBP”) waaraan voldaan moet zijn voordat de persoonsgegevens verwerkt worden.<sup>40</sup> Op deze meldingsplicht bestaat een groot aantal uitzonderingen die in het Vrijstellingsbesluit Wbp staan geformuleerd. Het verzamelen en verwerken van gegevens van aandeelhouders in het kader van het opstellen van een lijst van aandeelhouders voor de AVA valt op grond van artikel 40 Vrijstellingsbesluit Wbp niet onder de meldingsplicht.<sup>41</sup> Gezien de tekst van dit artikel en de zeer kleine feitelijke verschillen<sup>42</sup> tussen een aandeelhouderslijst voor een fysieke of virtuele AVA, zal het verzamelen van gegevens van aandeelhouders voor het opstellen van een aandeelhouderslijst bij een VGM niet gemeld hoeven te worden. Dat een vennootschap niet meldingsplichtig is, laat onverlet dat wel de nodige beveiligingsmaatregelen moeten worden genomen zodat verlies of onrechtmatig gebruik van persoonsgegevens wordt voorkomen. Op grond van artikel 13 Wbp moeten “passende maatregelen” genomen worden. Passend houdt in dit kader in dat de maatregelen in overeenstemming moeten zijn met de stand van de techniek, proportioneel en adequaat moeten zijn.<sup>43</sup> Dergelijke eisen worden in verzwaarde vorm ook al aan de vennootschap gesteld in het kader van de inspanningsverplichting ten aanzien van de VGM.

Het lijkt mij, mede vanuit het oogpunt van aandeelhouderstransparantie, wenselijk dat de naam van de natuurlijke of rechtspersoon automatisch vermeld wordt bij een door deze persoon geplaatste bijdrage. Ook bij een fysieke AVA is het gebruikelijk dat de vragensteller zijn naam noemt en indien van toepassing de organisatie die hij vertegenwoordigt, om daarna pas zijn vraag te stellen. Het aantal aandelen dat gehouden wordt, wordt over het algemeen op een fysieke verga-

39. *PbEG* 1995, L281.

40. Zie over het CBP: Cuijpers 2003, p. 87-107.

41. Zie in dit verband de Handreiking Vrijstellingsbesluit op <[www.cbpreweb.nl](http://www.cbpreweb.nl)>.

42. Het enige verschil zal zijn dat op de aandeelhouderslijst van de VGM e-mailadressen vermeld zullen zijn.

43. Zie: Prins en Berkvens 2000, p. 77-103.

dering niet vermeld.<sup>44</sup> De ratio voor het niet vermelden van het aantal aandelen is mij niet duidelijk. Over het algemeen wordt het recht van aandeelhouders op anonimiteit als rechtvaardiging genoemd. Het is de vraag of aandeelhouders hier daadwerkelijk recht op hebben gezien het feit dat de globale omvang van de pakketten van “grotere” aandeelhouders op basis van meldingsplichten toch al openbaar zijn. Daarnaast belemmert het niet vermelden van het aantal aandelen de aandeelhouderstransparantie. Ik ben van mening dat aandeelhouderstransparantie zou moeten prevaleren boven aandeelhoudersanonimiteit.<sup>45</sup> Het achterliggende doel van anonimiteit is onduidelijk en gezien de meldingsplichten voor grotere pakketten is anonimiteit eigenlijk een farce. Daarnaast kunnen vennootschappen, bijvoorbeeld in overnamesituaties, hinder ondervinden van deze anonimiteit en vormt het gebrek aan aandeelhouderstransparantie een obstakel om buiten of tijdens de vergadering een constructieve dialoog op te zetten. Als gevolg van de anonimiteit hebben vennootschappen niet altijd een juist inzicht in wie hun aandeelhouders zijn en met wie de dialoog aan moet worden gegaan. Aandeelhouders kunnen hinder ondervinden van de anonimiteit doordat het kennen van de naam en het aandelenbezit van een aandeelhouder nuttig kan zijn bij het op waarde schatten van opmerkingen van de betreffende aandeelhouder. Technisch gezien is weergegeven van het aantal aandelen waarvoor de aandeelhouder op het VGM-platform een stem mag uitbrengen een relatief kleine verandering aangezien dergelijke informatie in ieder geval binnen het VGM-systeem bekend is. Ik kan mij voorstellen dat indien veel aandeelhouders een bericht achterlaten op het bulletinboard, er gewerkt wordt met bepaalde onderscheidende kenmerken wat betreft het aantal gehouden aandelen.<sup>46</sup> Deze onderscheidende kenmerken zouden de overzichtelijkheid en de aandeelhouderstransparantie ten goede kunnen komen.

### 5.2.3 *Beveiliging van informatie(stromen)*

Indien een website geïntegreerd wordt met achterliggende bedrijfssystemen, is de deur naar deze systemen opengezet waardoor misbruik eerder mogelijk is.<sup>47</sup> Dit is bijvoorbeeld het geval indien een op de e-commerce website ingevoerde order automatisch in het productiesysteem wordt doorgevoerd, of wanneer voorraadinformatie op de website realtime gevoed wordt vanuit het voorraadsysteem. Er zijn diverse technieken voorhanden om de koppeling tussen de website en de achter-

---

44. Als een persoon zich echter als vertegenwoordiger van een organisatie bekendmaakt die een aantal aandelen houdt dat groter is dan de door de Wet melding zeggenschap genoemde drempels (zie artikel 5:33 e.v. Wft), weet de goed geïnformeerde bezoeker/bestuurder wel hoeveel aandelen deze persoon vertegenwoordigt.

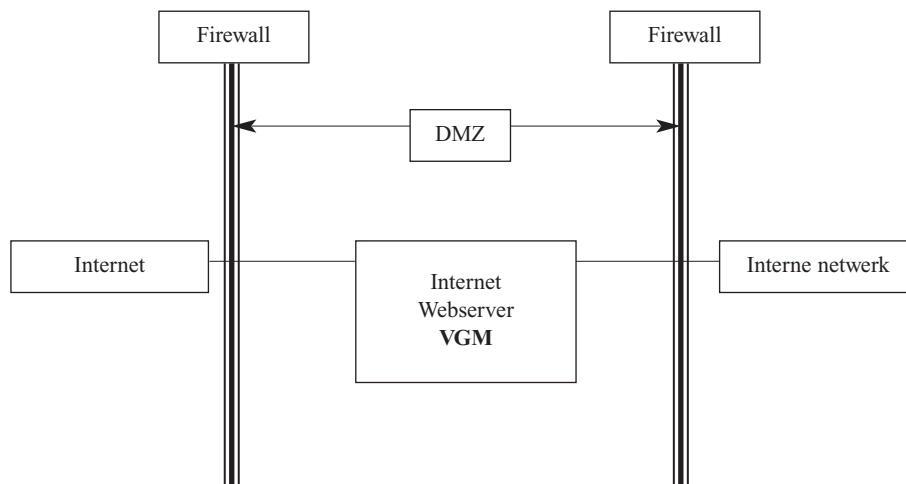
45. Dit standpunt wordt eveneens ingenomen door Verdam. Zie: Verdam 2003, p. 21.

46. Een voorbeeld hiervan is dat de naam van de aandeelhouder die 1 tot 1000 aandelen houdt in grijs wordt weergegeven, de naam van de aandeelhouder die 1001 tot 10000 aandelen houdt in groen, enzovoort. Deze details kunnen per vennootschap/VGM platform verschillen.

47. Zie over computercriminaliteit: Franken en Kaspersen 2004, p. 385-454 en Kleve 1996, p. 204-221.

liggende systemen op een veilige manier tot stand te brengen. Eén van de meest essentiële systemen daarbij is een firewall. Een firewall is datgene wat de naam suggereert, namelijk een brandwerende tussenmuur. Breekt er brand uit aan de ene zijde van de muur, dan isoleert de muur zodanig dat de andere kant van de muur geen gevaar loopt. Bij internettoepassingen betekent dit dat op de firewall gedefinieerd wordt welk soort internetverkeer wel en niet doorgegeven mag worden. Een voorbeeld van een dergelijke toepassing is een ‘e-mail gateway’. Deze zal alleen e-mails doorlaten die voldoen aan het formaat van het vastgestelde e-mail protocol. Deze kunnen in principe van iedereen afkomstig zijn, maar worden veelal slechts doorgegeven aan een e-mailserver<sup>48</sup> die de verdere verspreiding over het (interne) netwerk verzorgt. Mits de firewall goed gedefinieerd is, is het niet mogelijk voor buitenstaanders om bijvoorbeeld ‘operating system commando’s’ naar het interne netwerk te versturen via een e-mail-gateway, omdat deze slechts e-mails zal doorlaten die voldoen aan het protocol. Voor e-business toepassingen wordt vaak gebruikgemaakt van een complexere infrastructuur met vaak meerdere firewalls zoals in de volgende figuur schematisch is weergegeven.

Figuur 5.2. Infrastructuur met dubbele firewall



In deze figuur is sprake van een zogenaamde gedemilitariseerde zone (hierna “DMZ” DeMilitarised Zone) waarin websites kunnen worden opgesteld die voor iedereen vanaf het internet benaderbaar zijn. Daarachter ligt de interne zone, het interne bedrijfsnetwerk. Een rechtstreekse koppeling vanuit het internet naar het bedrijfsnetwerk is niet mogelijk, omdat de firewall (vaak in samenspel met een zogenaamde router die het elektronisch verkeer routeert) enkel verkeer bestemd

48. Een server is een computer of een programma dat diensten verleent aan andere programma's. Enkele voorbeelden van servers zijn webservers en applicatieservers.

## HOOFDSTUK 5

voor systemen in de DMZ doorlaat.<sup>49</sup> Zeer specifieke transacties tussen de website en het interne netwerk zullen worden toegestaan om bijvoorbeeld orders door te geven of een voorraadstatus aan te passen. Bovenstaande figuur is ook zeer goed in te passen in het VGM-platform. Het moge duidelijk zijn dat de juiste configuratie van de verschillende componenten bij de VGM van groot belang is. In de volgende paragraaf zal ik hier verder op ingaan.

### 5.2.4 Beveiliging van het VGM-platform

Nu een beeld is verkregen hoe de beveiliging van informatiestromen zou kunnen verlopen, kan de beveiliging van het VGM-platform nader geanalyseerd worden. In essentie komt beveiliging van websites en elektronisch verkeer neer op zeggenschap over en beschikbaarheid van systemen en gegevens. Het gevaar dat gegevens in onbevoegde handen komen, is dan ook de voornaamste drijfveer voor beveiligingsmaatregelen. De meeste beveiligingsmaatregelen, zoals antivirusprogramma's en firewalls, zijn gericht op het voorkomen van aanvallen door crackers. Indien een vennootschap zich echter effectief wil wapenen tegen informatiemisbruik, dient ze gebruik te maken van een gelaagde verdedigingslinie waarin antivirusprogramma's voor computers, servers en gateways gecombineerd worden met content filtering (internet en e-mail), beheer van zwakke plekken, inbraakdetectie en firewalls. Het voorkomen van aanvallen door een sterke verdedigingswal op te werpen wordt ook wel het "kasteelconcept" genoemd. Bij een virtuele vergadering is dit concept niet werkbaar, aangezien aandeelhouders juist toegang dienen te krijgen tot bepaalde delen van de VGM-website.

Voor een VGM lijkt het "hotelbeveiligingsconcept" meer op zijn plaats. In een hotel zijn diverse ruimtes, zoals de receptie, lobby en het restaurant, algemeen toegankelijk. Bezoekers worden (ongemerkt) in de gaten gehouden door de portier, hotelmedewerkers, camera's en andere detectiesystemen. De hotelkamers, keukens en kantoren zijn veel strenger beveiligd en ontoegankelijk voor onbevoegden. Een hotel is semiopen als het kan en gesloten als het moet. Een dergelijke benadering sluit naadloos aan op de behoeften van een vennootschap die een VGM organiseert. Het VGM-platform kent semiopenbare gedeelten (agendastukken, eventueel het bulletinboard), beveiligde gedeelten (stemlokaal) en afgesloten gedeelten (NAW-gegevens aandeelhouders, stemomvang). De servers kunnen worden uitgerust met certificaten, firewalls en specifieke applicaties voor authenticatie en tweedelijnsbeveiliging.<sup>50</sup> Tussen de servers komen firewalls met tal

---

49. Tevens is het van belang de juiste werking continu te bewaken en het transactieverkeer te monitoren. Zelfs met een firewall kan er, bijvoorbeeld door een onjuiste definiëring of een kraker, op de website iets verkeerd gaan waardoor gebruikers toegang tot cruciale "operating system commando's" zouden kunnen krijgen. Het is dan ook standaard dat alle niet relevante functies van het operating system van de server verwijderd worden (dit wordt vaak aangeduid met 'strippen' of 'hardening').

50. Zie uitgebreid over deze en andere ICT-termen: Phoha en Phoha 2002 en Cheswick, Bellovin en Rubin 2003.

van DMZ's voor de neutralisering van het dataverkeer. Detectie- en preventiesystemen kunnen ongewenste aanvallen signaleren, neutraliseren en uitschakelen en kunnen het delen van het netwerk afsluiten bij verdacht verkeer. De gehele beveiliging zou volledig geautomatiseerd kunnen functioneren en op basis van artificiële intelligentie en vooraf gedefinieerde rules alarm kunnen slaan en in kunnen grijpen. Elke beveiligingslinie dient dubbel te worden uitgevoerd zodat er bij het uitvallen van een verdedigingslinie onmiddellijk een andere voor in de plaats schuift.

Voor de beveiliging van de verwerking van de stemmen kan gebruik worden gemaakt van de digitale kluistechnologie. Deze technologie maakt het mogelijk om streng beveiligde kluizen (directories) te maken, die enkel toegankelijk zijn voor daartoe door de eigenaar van de kluis geautoriseerde personen of afdelingen. De informatie in de kluis is zwaar versleuteld. Toegang wordt geregeld via een geheim protocol. Indien nodig kan de toegang tot de kluis beperkt worden tot bepaalde tijdstippen, een beperkte tijdsduur of na verloop van een bepaalde tijd. Ook kan de toegang alleen mogelijk worden gemaakt vanaf één specifieke computer.<sup>51</sup>

Techniek blijft slechts de helft van de beveiligingsoplossing. De andere helft wordt gevormd door de mensen, de organisatie, de procedures en de cultuur. Wanneer de administratie van beveiligingsmaatregelen niet adequaat is, ontstaan gaten in het beveiligingskordon, zelfs al worden de meest moderne technieken toegepast. Wanneer er geen cultuur van monitoring en pro-actief beveiligingsbeleid is, wordt de beveiliging langzaam maar zeker uitgehold totdat zich een calamiteit voordoet. De technische mogelijkheden zijn voorhanden om het internet een veilig kanaal voor aandeelhoudersvergaderingen te maken. Het zal echter afhangen van de mate waarin de vennootschap bereid is beveiliging in de organisatie in te bedden, of de virtuele aandeelhoudersvergadering veilig is en blijft.

### 5.3 Technische mogelijkheden tot bouw VGM-platform

In het voorgaande is een aantal belangrijke rechtstechnologische en ICT-aspecten de revue gepasseerd. Deze bevindingen heb ik gebruikt om een offerteaanvraag voor de bouw van een VGM platform op te stellen. Om de benaderde bedrijven in staat te stellen een zo realistisch mogelijke offerte op te stellen, is het noodzakelijk om zo veel mogelijk informatie in de aanvraag te vermelden. Hiervoor is enige kennis van ICT-aspecten onontbeerlijk. In de aanvraag heb ik een groot aantal vereisten vermeld waar het VGM-platform aan dient te voldoen. Deze vereisten vloeien voort uit de aandachtspunten van de vorige paragrafen. Zo heb ik in

51. Zie: Young Rhee 2003, p. 161. In Nederland gebruikt een aantal gemeenten dergelijke technologie om het gepersonaliseerde burgerportal te beveiligen.

## HOOFDSTUK 5

de offerteaanvraag bijzondere aandacht besteed aan de beveiliging, gebruikersrechten en gebruikersvriendelijkheid. Naast de vraag hoeveel een VGM-platform zou gaan kosten, is de belangrijkste vraag of een dergelijk platform überhaupt technisch realiseerbaar is.

De offerteaanvraag is eind 2006 verzonden naar een viertal ICT-bedrijven dat toonaangevend is in maatwerksoftware.<sup>52</sup> Naar aanleiding van deze aanvraag heb ik van alle benaderde bedrijven een reactie ontvangen. Twee bedrijven wilden geen offerte uitbrengen omdat het gaat om een fictief project. Wel bevestigden beide bedrijven dat de bouw van een VGM-platform technisch mogelijk is. De andere twee bedrijven hebben mij een gedetailleerde offerte doen toekomen.<sup>53</sup> Ook uit de offerte bleek dat het bouwen van een dergelijk platform technisch zeer goed realiseerbaar is. Gezien de ruime ervaring met complexe projecten zoals internetbankieren, komt deze uitkomst voor mij niet als een grote verrassing. In de offertes wordt gesproken over een groot aantal (onbekende) variabelen dat grote invloed kan hebben op de moeilijkheidsgraad, beveiliging en kosten. Deze variabelen zijn onder andere afhankelijk van de wensen van de vennootschappen en de hoogte van de in acht te nemen inspanningsverplichting.

### 5.4 Resumé

In dit hoofdstuk is een aantal belangrijke technische aandachtspunten van de VGM aan bod gekomen. Uitgangspunt van dit hoofdstuk is geweest dat de wet gewijzigd is en daardoor vennootschappen in staat zijn om statutair te bepalen dat de AVA geheel elektronisch kan verlopen. Er is vastgesteld dat het hanteren van een individueel instemmingsvereiste van aandeelhouders niet werkzaam is en niet wordt gerechtvaardigd door bijzondere omstandigheden. Aandeelhouders hoeven aldus niet, nadat de AVA in meerderheid met de VGM akkoord is gegaan, nog individueel in te stemmen met de virtuele aandeelhoudersvergadering.

Vervolgens is ingegaan op de vraag wie het risico draagt voor het elektronisch communiceren en wat de consequenties zijn van cracken en van het wegvallen van de internetverbinding. Ik heb in dit deel beargumenteerd dat indien een vennootschap voldoet aan de state-of-the-art-inspanningsverplichting, het risico voor het elektronisch communiceren bij de aandeelhouder ligt. De redelijkheid en billijkheid fungeren hierbij als hardheidsclausules. Indien de vennootschap niet haar inspanningsverplichting heeft nageleefd, zou dit onder omstandigheden kunnen

---

52. Jaarlijks wordt er onder ruim 700 ceo's en cio's door Management Team (ICT Gids) onderzoek gedaan naar de beste ICT-bedrijven. De bedrijven die in 2006 de hoogste score behaalden in de categorie maatwerksoftware zijn: IBM, Atos Origin, Oracle, Unit4Agrosso, Capgemini, LogicaCMG, Getronics en Sogeti.

53. De offertes zijn uit concurrentieoverwegingen in vertrouwelijkheid uitgebracht en worden in hoofdstuk zes in geanonimiseerde vorm besproken.



resulteren in aansprakelijkheid en aantasting van de op de VGM genomen besluiten.

Datgene wat op de VGM naar voren is gebracht, kan als bewijs in een rechtszitting worden ingebracht. Om de bewijskracht hiervan in te schatten zal een rechter grote waarde hechten aan de toepassing van beveiligingstechnieken. Verschillende technieken kunnen hierbij behulpzaam zijn.

Vervolgens is een aantal technische punten van de VGM de revue gepasseerd zoals gebruikersrechten, beveiliging van informatie en beveiliging van het VGM-platform. Geconcludeerd is dat er qua informatietechnologie zeer veel mogelijk is. Informatiebeveiliging is en blijft echter balanceren tussen bedreiging en budget. Techniek is slechts de helft van de beveiligingsoplossing. De andere helft wordt gevormd door de mensen, de organisatie, de procedures en de cultuur.

De hoofdvraag van dit hoofdstuk was of het technisch mogelijk is om een VGM-platform te bouwen. Om deze vraag te kunnen beantwoorden, zijn er enkele offertes opgevraagd bij hooggekwalificeerde ICT-bedrijven. In deze offerteaanvraag is een groot aantal eisen en voorwaarden geformuleerd zodat het te bouwen VGM-platform veilig en overzichtelijk is. Uit de door ICT-bedrijven uitgebrachte offertes komt duidelijk naar voren dat het bouwen van een VGM-platform technisch uitstekend realiseerbaar is. De hoofdvraag van dit hoofdstuk kan dan ook bevestigend beantwoord worden.



## *Hoofdstuk 6*

# Rechtseconomische aspecten

Het doel van hoofdstuk zes is om vanuit economisch perspectief de wenselijkheid van de virtuele aandeelhoudersvergadering te analyseren. Ik zal dit doen door een kosten-batenanalyse en een incentiveanalyse uit te voeren.

Om een beeld te krijgen van de kosten die komen kijken bij de organisatie van een fysieke aandeelhoudersvergaderingen heb ik bij een aantal beursvennootschappen een kostenoverzicht van de AVA opgevraagd en verkregen. Om de kosten van de VGM in relatie te kunnen plaatsen met de huidige kosten van een AVA, heb ik een verscheidene ICT-bedrijven gevraagd om een vrijblijvende offerte voor de bouw van een VGM-platform uit te brengen. Een andere bron om inzicht te verkrijgen in de kosten van een VGM vormen de in het buitenland opgedane ervaringen. Via de offertes en de ervaringen in het buitenland wil ik een reëel beeld schetsen van de kosten van een VGM voor Nederlandse vennootschappen.

Waar de kosten van de AVA (fysiek of virtueel) bijna tot op de euro bepaalbaar zijn, is dat bij de baten niet het geval. De belangrijkste baten/producten van een AVA zijn immers verantwoording, onderling overleg en besluitvorming. Dit is zowel bij een fysieke als een virtuele AVA het geval. Ik zal dan ook onderzoeken wat de extra baten zijn die een VGM biedt boven datgene wat een fysieke AVA biedt.

## 6.1 Kosten van een (virtuele) AVA

### *6.1.1 Kosten fysieke AVA*

Om de huidige kosten van een fysieke AVA in kaart te brengen, heb ik een rondgang gemaakt langs verschillende beursvennootschappen. Deze beursvennootschappen zijn alle opgenomen in de AEX-index. In een (elektronisch) schrijven heb ik een aantal vennootschappen verzocht om een overzicht te geven van de kosten die gemaakt worden voor het organiseren van de aandeelhoudersvergadering. In de diverse reacties zijn de kosten veelal uitgesplitst per post. Gezien de vertrouwelijkheid van deze gegevens en de door mij beloofde discretie, zal ik een afgerond gemiddelde per kostenpost weergeven.

## HOOFDSTUK 6

Tabel 6.1. Kostenoverzicht fysieke aandeelhoudersvergadering

### Kostenoverzicht fysieke vergadering

<i>Nr.</i>	<i>Kostenpost</i>	<i>Kosten in euro's</i>
1	Elektronisch stemmen: vergoeding, service level agreement en hardware	60.000
2	Kosten gerelateerd aan het Communicatiekanaal Aandeelhouders	35.000
3	Jaarlijkse contributie aan het Communicatiekanaal Aandeelhouders	15.000
4	Broadridge	15.000
5	Advertentiekosten in Nederland (FD, OPC, NRC, AD en de Telegraaf)	45.000
6	Advertentiekosten buitenland	10.000
7	Uitwerken notulen	1.500
8	Kosten gerelateerd aan het printen etc. van nieuwe statuten	5.000
9	Huur vergaderlocatie	20.000
10	Kosten gift bags etc.	2.500
11	Beveiliging	6.500
12	Tolken	2.000
13	Gastvrouwen	3.500
14	Bloemen en andere versieringen van de zaal	2.500
15	Catering	20.000
16	Audiovisueel: geluidsopname, camera etc.	24.000
17	Kosten gerelateerd aan het bouwen van het podium	7.500
18	Fotograaf	1.000
	Gemiddelde totale kosten	276.000

Een aantal punten zal ik kort toelichten. Onder punt 1 zijn de kosten opgenomen die in verband staan met de huur van de stemkastjes en de technische ondersteuning door de verhuurder.<sup>1</sup> De kosten die gerelateerd zijn aan het Communicatiekanaal Aandeelhouders zijn met name kosten die gemaakt worden voor de verschillende computerruns en het drukken van documenten.<sup>2</sup> Broadridge<sup>3</sup> treedt op als verzendhuis dat de verschillende documenten aan de juiste aandeelhouders doet toekomen. Onder punt 16 zijn de kosten opgenomen die gemaakt worden voor apparatuur om tijdens de vergadering beeld- en geluidsopnamen te maken en deze opnamen via de website aan geïnteresseerden te tonen.

1. Het is bij veel beursvennootschappen gebruikelijk dat de aandeelhouders na registratie een soort chippas krijgen. In de chip staat het aantal door de aandeelhouder uit te brengen stemmen. Deze chip wordt bij de stemming in het stemkastje gedaan waarna de aandeelhouder kan stemmen door middel van het intoetsen van een toets op het stemkastje. Dit signaal wordt naar een centrale computer verzonden, die het resultaat direct opslaat en verwerkt tot eenvoudig te interpreteren grafieken. Dergelijke systemen worden door verschillende ondernemingen aangeboden. Zie bijvoorbeeld Interactive Voting System: <[www.ivsystem.nl](http://www.ivsystem.nl)>.
2. Zie uitgebreid over het Communicatiekanaal Aandeelhouders paragraaf 3.6 en 2.8.3.
3. Broadridge Financial Solutions Inc. is een spin-off van ADP Global. Zie: <[www.broadridge.com](http://www.broadridge.com)>.

Wat mij in dit kostenoverzicht opvalt, zijn de hoge kosten die gerelateerd zijn aan het Communicatiekanaal Aandeelhouders. Het in contact treden met aandeelhouders via het Communicatiekanaal is aldus een prijzige aangelegenheid.<sup>4</sup> Ook de kosten die te maken hebben met het elektronisch stemmen en de audiovisuele middelen zijn betrekkelijk hoog.

### 6.1.2 Kosten virtuele AVA

Om eveneens inzicht te verkrijgen in de kosten die gemaakt zullen worden voor een virtuele aandeelhoudersvergadering, heb ik tevens een rondgang gemaakt langs een aantal geselecteerde ICT-bedrijven. De selectie is gebaseerd op de uitkomsten van een jaarlijks onderzoek naar de prestaties van ICT-bedrijven.<sup>5</sup>

De geselecteerde ICT-bedrijven heb ik een brief gestuurd met het verzoek een niet-bindende grove inschatting te maken van de kosten van de bouw van een VGM- platform. In alle reacties van de benaderde ICT-bedrijven wordt benadrukt dat er voor een nauwkeurigere offerte eerst over vele zaken duidelijkheid dient te komen.<sup>6</sup> De offertes verschilden sterk qua opzet van het platform, mogelijkheden en kosten. Ik zal daarom een afgerond gemiddelde per kostenpost weergeven om vervolgens de diverse kostenposten waar nodig toe te lichten.

Tabel 6.2. Kostenoverzicht virtuele aandeelhoudersvergadering

#### Kostenoverzicht VGM

<i>Nr.</i>	<i>Kostenpost</i>	<i>Kosten in euro's</i>
1	Licentiekosten	10.000
2	Inrichten ontwikkel- en testomgeving	1.500
3	Installatietemplate & handleiding	2.500
4	AVA-website template & procedurebeschrijvingen	2.500
5	Gebruik HTTPS en andere beveiligingen	4.000
6	Inlezen aandeelhoudersbestand.	2.000
7	Mailmergebestand aandeelhouders	2.000
8	Inrichten Forum (evt. specifieke handleiding)	1.000
9	Maatwerk voor het stemmen	10.000
10	Algemene zaken als documentatie, training, overleg etc.	2.000
11	Hardware	7.500

4. Mede als gevolg van de hoge kosten kiezen veel beursgenoteerde fondsen er vooralsnog voor om niet deel te nemen aan het Communicatiekanaal Aandeelhouders. Ook Van den Hoek noemt de hoge kosten als obstakel. Zie Van den Hoek 2002, p. 2-8.
5. Uit onderzoek van Management Team (ICT Gids) onder ruim 700 ceo's en cio's blijken de best scorende bedrijven in 2006 te zijn: IBM, Atos Origin, Oracle, Unit4Agresso, Capgemini, LogicaCMG en Getronics.
6. Te denken valt aan het al dan niet koppelen van een signaalfunctie aan een e-mailadres van een aandeelhouder, het kunnen achterhalen van vergeten wachtwoorden, het al dan niet automatisch produceren van de stemresultaten en de criteria ten aanzien van gebruikersvriendelijkheid.

## HOOFDSTUK 6

<i>Nr.</i>	<i>Kostenpost</i>	<i>Kosten in euro's</i>
12	Servers	2.000
13	Gebruik van bandbreedte	2.000
14	Vergoeding banken voor aanleveren adressenbestand	10.000
	Subtotaal	59.000
15	Kosten die ook bij fysieke vergaderingen worden gemaakt	66.000
	Gemiddelde totale kosten	125.000

Onder kostenpost 1 is te zien dat aan licentiekosten € 10 000 wordt berekend. Om een VGM-applicatie te ontwerpen kunnen diverse programma's gehanteerd worden. De licenties die hiervoor vereist worden zijn onder andere SQL, CMS/Portal. Het is echter ook mogelijk om een VGM-platform te bouwen op basis van "open-source" software. Dergelijke software is vrij beschikbaar, compatible en kan voor commerciële doeleinden gebruikt worden. Het feit dat de broncode van de software openbaar is, stelt programmeurs in staat om het programma zodanig te herschrijven dat het perfect passend is als VGM-applicatie.<sup>7</sup>

Om een VGM-platform te realiseren is het noodzakelijk dat een dergelijke applicatie wordt ontwikkeld en getest (zie punt 2). Om de installatie van een productieomgeving te vereenvoudigen wordt gebruikt gemaakt van zogenaamde "templates"(3). Een template is een sjabloon voor een code en stelt de programmeur in staat om een broncode te generaliseren. Deze templates kunnen worden uitgebouwd tot een VGM-platform en worden aangevuld met beschrijvingen van de diverse procedures (4). Om een hoger niveau van veiligheid mogelijk te maken, wordt gebruikgemaakt van het beveiligde "https" protocol<sup>8</sup> en andere beveiligingsmethoden (5).

Gezien het aantal gebruikers is het noodzakelijk dat de lijst met aandeelhouders van de bank automatisch kan worden ingelezen zodat iedere aandeelhouder een unieke inlogcode heeft (6). E-mails met uitnodigingen kunnen standaard vanuit het systeem worden verstuurd. Voor het versturen van brieven moet een adresbestand worden gemaakt dat door de "mailmerge" functionaliteit van Microsoft Word kan worden gelezen zodat alle elektronische oproepingsbrieven automatisch verstuurd kunnen worden (7).

7. In het bijzonder DotNetNuke is een geschikt platform om weboplossingen te vervaardigen. Doordat in DotNetNuke het uiterlijk en de functionaliteit van een website strikt gescheiden zijn, kan de oplossing eenvoudig aan de huisstijl van een vennootschap aangepast worden. Zie: <www.dotnetnuke.com>.

8. Het "https" protocol biedt veel veiligheid. Deze veiligheid kan worden vergroot door gebruik te maken van een aparte pas met key-generator zoals enkele banken bij het internetbankieren toepassen. Dit protocol wordt eveneens voor internetbankieren en creditcardbetalingen via internet gebruikt.

De inrichting van het forum dient zorgvuldig te gebeuren zodat het voor aandeelhouders mogelijk is om in een overzichtelijke omgeving te discussiëren. Hieraan kan een e-mailfunctie worden gekoppeld zodat de aandeelhouder ervan op de hoogte wordt gesteld dat zijn bericht is geplaatst en dat hierop een reactie is gekomen. Na de vergadering kan de discussie onleesbaar worden gemaakt of op “*read-only*” worden ingesteld (8).

Het goed laten verlopen van de verschillende stemmingen is maatwerk, gezien de diverse variabelen die hierin een rol spelen (9). In de globale schatting is rekening gehouden met

- meerdere stemmingen per AVA;
- één stem per gebruiker waarbij het gewicht wordt bepaald door het aantal aandelen;
- anoniem stemmen, het systeem laat zien wie er heeft gestemd, maar verhult hoe er is gestemd;
- het pas na afloop van de stemming kenbaar maken van de (voorlopige) resultaten aan het bestuur en de aandeelhouders.

Om goed te kunnen werken met het ontwikkelde VGM-platform zal uitgebreide documentatie moeten worden opgesteld en zullen mensen getraind moeten worden (10). Bij hardwarekosten moet gedacht worden aan computers, audiovisuele opnameapparatuur en dergelijke zaken (11). Voor de hoogte van de serverkosten is het belangrijk om te weten of dit een “dedicated server” moet zijn of dat deze ook elders in een serverpark mag staan (12).<sup>9</sup> De kosten voor het gebruik van een bepaalde bandbreedte hangen sterk af van de gewenste omvang en piekcapaciteit. De bandbreedte zal betrekkelijk groot moeten zijn, om ook bij een hoog aantal bezoekers de VGM-website snel te laten reageren (13). Banken zullen kosten maken voor het opstellen en aanleveren van het adressenbestand van de aandeelhouders (14).

De punten 1 tot en met 14 vertegenwoordigen de kosten die komen kijken bij het organiseren van een VGM. Maar bij deze organisatie wordt een aantal kosten gemaakt die ook bij een fysieke AVA gemaakt worden (15). Ik denk hierbij met name aan advertentiekosten,<sup>10</sup> kosten voor het uitwerken van de notulen, kosten gerelateerd aan het printen van nieuwe statuten, vertaalkosten en kosten voor het eventueel aan de aandeelhouder toezenden van gift bags. Om een eerlijke prijsvergelijking te kunnen maken, is het noodzakelijk dat deze kosten worden mee-

9. Een dedicated server wordt geplaatst bij de vennootschap en verricht slechts taken voor de vennootschap. Servers in een serverpark delen hun capaciteit om alle gevraagde taken van verschillende gebruikers te verrichten.

10. De advertentiekosten in het kader van de oproeping zijn verantwoordelijk voor het overgrote deel van de kosten die ook bij een fysieke vergadering worden gemaakt. Indien de oproeping plaatsvindt door het plaatsen van een oproepingsbericht op de website van de vennootschap, is een extra kostenbesparing te realiseren. Aangezien een dergelijke wijze van oproeping nu ook al bij een fysieke vergadering kan plaatsvinden, is dit géén kenmerkende besparing van de VGM en worden de kosten aldus meegeteld.

## HOOFDSTUK 6

genomen. Bij een beursgenoteerde vennootschap bedragen deze mee te nemen kosten € 66.000 zodat de totale kosten voor een virtuele vergadering op € 125.000 uitkomen. Dit is aanmerkelijk minder dan het bedrag dat beursgenoteerde vennootschappen momenteel voor een fysieke vergadering uitgeven.

Diverse ICT-bedrijven wezen mij op de mogelijkheid dat een VGM-platform als “white label” gebouwd kan worden. Een white label applicatie scheidt het uiterlijk van de functionaliteit waardoor het uiterlijk eenvoudig is aan te passen aan de wensen van andere vennootschappen. De functionaliteit blijft hetzelfde. In dit licht acht ik het verre van uitgesloten dat een onderneming VGM-diensten zal gaan aanbieden door een white label VGM-platform te laten bouwen om hiermee de volledige VGM van andere vennootschappen te faciliteren. Het white label platform wordt dan ingericht naar de huisstijl en de wensen van de vennootschap die de vergadering virtueel wil houden. Indien dergelijke diensten worden aangeboden, kunnen de kosten verder dalen aangezien de kosten van de bouw over meer VGM toepassende vennootschappen kunnen worden verspreid.

Bij een virtuele aandeelhoudersvergadering zijn zowel door de vennootschap als door de aandeelhouders kostenbesparingen te behalen. Een vennootschap kan bij een VGM besparen op uitgaven voor zaalhuur, zaalinrichting, audiovisuele middelen en catering. Indien een vennootschap deelnemer is bij het Communicatiekanaal Aandeelhouders kan ook hier op bespaard worden door deze deelname te beëindigen. Het Communicatiekanaal vergemakkelijkt de uitwisseling van informatie tussen ondernemingen en hun aandeelhouders en in beperkte mate tussen aandeelhouders onderling. Deze uitwisseling van informatie kan echter uitermate goed geschieden op het elektronisch platform. De uitwisseling van informatie door aandeelhouders onderling zou op een VGM sterk kunnen verbeteren. Naast de uitwisseling van informatie, faciliteert het Communicatiekanaal het stemmen via (elektronische) volmacht. Op een VGM kan elke aandeelhouder zelf elektronisch stemmen en behoeft het via (elektronische) volmacht stemmen niet langer gefaciliteerd te worden. Doordat het Communicatiekanaal Aandeelhouders overbodig wordt, kan de deelname daaraan beëindigd worden, wat een aanzienlijke kostenbesparing oplevert.<sup>11</sup>

Een laatste besparing is te realiseren in de weg te geven presentjes. Dergelijke presentjes worden na afloop van de aandeelhoudersvergadering aan de aanwezigen weggegeven. Bij een virtuele vergadering is het niet meer mogelijk om dergelijke presentjes aan aandeelhouders mee te geven. Aandeelhouders zijn immers niet meer fysiek aanwezig en kunnen de presentjes niet na afloop van de vergadering meenemen. De kosten die bespaard worden door het niet weggeven van presentjes zijn echter gering. Het lijkt mij dan ook zeer wel denkbaar dat ven-

---

11. Het lidmaatschap en de kosten die samenhangen met de diensten van het Communicatiekanaal Aandeelhouders vormen bij enkele deelnemende fondsen een derde van de totale kosten van de AVA. Een aanzienlijke kostenbesparing is dus mogelijk.



nootschappen aandeelhouders die virtueel hebben gestemd in het kader van investor relations alsnog een presentje toezenden.

### 6.1.3 *Buitenlandse ervaringen qua kosten*

Tot heden zijn er twee staten die een virtuele aandeelhoudersvergadering wettelijk faciliteren. Deze staten zijn Delaware (USA) en Denemarken. In respectievelijk hoofdstuk acht en hoofdstuk negen zal ik uitgebreid aandacht besteden aan deze staten, hun regelgeving en ervaringen met een VGM.

Aangezien in Denemarken de ervaringen met de VGM nihil zijn, is er weinig over de kosten op te merken. Daarentegen is in Delaware wel degelijk ervaring opgedaan met een niet-fysieke AVA. Het concept dat daar door een klein aantal vennootschappen wordt gebruikt, lijkt echter niet op de VGM zoals ik die geschetst heb ik hoofdstuk één. Zo is er bijvoorbeeld geen internetforum, maar kunnen aandeelhouders hun vragen slechts e-mailen naar de Board. De leden van de Board lezen de vraag voor een webcam voor en trachten de vraag direct te beantwoorden. Een ander verschil is dat er niet online kan worden gestemd maar dat de stem dient te worden uitgebracht door het verzenden van een fax. Door deze verschillen wordt de potentie van de VGM slechts ten dele benut maar worden de kosten wel enorm gedrukt. Zo heeft Inforte Inc. in 2001 een niet-fysieke AVA georganiseerd voor slechts \$ 2000.<sup>12</sup> Dit is aanzienlijk minder dan de \$ 20 000 die Inforte Inc. naar eigen zeggen voor een fysieke vergadering kwijt was. Hierbij moet wel vermeld worden dat Inforte Inc. een relatief kleine beursvennootschap is waardoor de kosten sowieso lager uitvallen.

Uit de ervaringen in het buitenland met betrekking tot de kosten van de VGM kan helaas maar weinig relevante informatie worden gehaald gezien de beperkte toepassing en de grote verschillen in het vormgeven van een niet-fysieke AVA.

### 6.1.4 *Conclusie kostenvergelijking*

De kosten van de fysieke vergadering blijken bijna twee maal zo hoog te zijn dan die van een virtuele vergadering. Vennootschappen die de aandeelhoudersvergadering virtueel gaan houden, kunnen aldus een kostenbesparing realiseren. Deze kostenbesparing lijkt niet gering, maar in vergelijking met de omzet van een beursvennootschap gaat het om een relatief zeer klein bedrag.

Het enkele argument dat een VGM goedkoper is dan een fysieke vergadering, zal waarschijnlijk niet één vennootschap doen besluiten om voortaan de AVA puur elektronisch te houden. Om een dergelijk besluit te rechtvaardigen zal een VGM extra baten met zich mee moeten brengen.

---

12. Zie: Bannan 2001.

## HOOFDSTUK 6

### 6.2 Baten van een (virtuele) AVA

#### 6.2.1 *Baten fysieke AVA*

Een aandeelhoudersvergadering levert zowel de aandeelhouder als de vennootschap veel op. Een aandeelhouder wordt schriftelijk en mondeling uitgebreid geïnformeerd over de resultaten en het beleid van de onderneming. Een aandeelhouder is op de AVA in de gelegenheid om het bestuur ter verantwoording te roepen en om te verzoeken wijzigingen aan te brengen in onder andere de strategie, honorering of het dividendbeleid. De aandeelhouder kan als uitiemelijk van ongenoegen tegen bepaalde voorstellen stemmen en andere aandeelhouders oproepen evenzo te stemmen. Andere baten voor aandeelhouders zijn het leren kennen van andere aandeelhouders, de mogelijkheid met hen te overleggen of te netwerken dan wel op andere wijzen zaken met hen te doen.

De baten voor de vennootschap zijn eveneens groot. Naast het voldoen aan de wettelijke verplichting is het organiseren van een AVA een uitstekende mogelijkheid om in contact te treden met aandeelhouders en te leren wat hun wensen, verwachtingen en frustraties zijn ten aanzien van onder andere de onderneming, de strategie en het bestuur. In het bijzonder de borrel na afloop biedt kansen om een constructieve dialoog op te bouwen. Daarnaast worden er op de AVA belangrijke besluiten genomen die bij goedkeuring ertoe leiden dat de vennootschap ‘verder’ kan. Een voorbeeld hiervan is de benoeming van een accountant of commissaris waarna deze personen hun werkzaamheden kunnen gaan verrichten.

De baten van een aandeelhoudersvergadering zijn datgene wat het product is van het samenzijn, de onderlinge beraadslagingen en de stemmingen. Als producten van een aandeelhoudersvergadering zijn aldus aan te merken: verantwoording, onderling overleg en besluitvorming.

#### 6.2.2 *Baten virtuele AVA*

Ook bij een virtuele AVA zijn besluitvorming, verantwoording en onderling overleg de producten. Weliswaar verandert de vorm en zal bijvoorbeeld de besluitvorming door de verhoogde participatie breder gedragen worden door de aandeelhouders, maar de producten van de vergadering blijven dezelfde. In de komende paragrafen zal ik dan ook op deze producten voortbouwen en onderzoeken welke extra baten een VGM met zich mee kan brengen. Ik zal de aanwezigheid van extra baten eerst onderzoeken voor de aandeelhouders en daarna voor de vennootschap.

#### 6.2.3 *Baten virtuele AVA voor aandeelhouders*

Het overgrote deel van de aandeelhouders zal baat hebben bij een virtueel georganiseerde aandeelhoudersvergadering. Aandeelhouders hoeven niet langer af te reizen naar de plaats waar de AVA gehouden wordt en besparen hiermee reiskos-

ten en reistijd. Een verdere besparing van tijd is mogelijk wanneer aandeelhouders slechts kort aan de discussie deelnemen om vervolgens te stemmen. Indien een VGM bijvoorbeeld enkele dagen duurt en de aandeelhouder de gehele discussie actief wil volgen, is het echter de vraag of de aandeelhouder een tijdsbesparing kan behalen. In bepaalde gevallen kan de individuele tijdsinvestering zelfs toenemen. Deze tijdsinvestering hoeft echter beslist niet gelijk te staan aan de duur van de virtuele vergadering aangezien aandeelhouders door regelmatig in te loggen eveneens een goed beeld van de discussie kunnen krijgen en hieraan tevens kunnen deelnemen. Indien de vragen van een aandeelhouder zich toespitsen op een bepaald agendapunt, hoeft hij slechts dit agendapunt actief te volgen en kan hij de overige agendapunten voor kennisgeving aannemen. Voor het grootste deel van de aandeelhouders zal de totale tijdsinvestering per aandeelhouder door de VGM afnemen, waardoor tijdswinst als een baat voor de aandeelhouders geldt. Het is voor een aandeelhouder een positief punt dat hij niet één of twee dagdelen in zijn agenda hoeft te blokkeren om naar de AVA te gaan. Het tijdstip waarop hij deelneemt aan de vergadering, kan hij immers zelf bepalen. Door de wereldwijde toegang tot en de langere duur van de VGM is een aandeelhouder zelfs in staat om in een “verloren uurtje” via een geavanceerde mobiele telefoon aan de vergadering deel te nemen. De mogelijkheid om de vergadertijd flexibel in te zetten is aldus ook te zien als een baat.

Aandeelhouders maken transactiekosten om zich informatie eigen te maken. Deze kosten vallen uiteen in het vergaren van informatie, het tot zich nemen van informatie en het handelen op basis van de informatie.<sup>13</sup> De transactiekosten die gemoeid zijn met het vergaren van informatie kunnen ten opzichte van een fysieke vergadering dalen, aangezien een aandeelhouder niet alleen kennis kan nemen van de stukken van de vennootschap maar ook van de opmerkingen en verwijzingen van andere aandeelhouders. Wanneer alle informatie juist gerubriceerd is, bijvoorbeeld per agendapunt, is het voor een aandeelhouder eenvoudiger om slechts de informatie tot zich te nemen waarin hij bijzonder geïnteresseerd is.<sup>14</sup> In de overige informatie hoeft hij zich dan niet te verdiepen. Een aandeelhouder is aldus in staat om meer gericht informatie te selecteren.

Ook de transactiekosten die een aandeelhouder maakt om te handelen op basis van bepaalde informatie zullen bij een VGM lager zijn. Bij handelingen valt te denken aan het stellen van vragen aan het bestuur, of het andere aandeelhouders op enigerlei wijze overtuigen van zijn visie. Doordat een aandeelhouder zijn vragen aan het bestuur of zijn appèl aan andere aandeelhouders via het VGM-platform naar voren kan brengen, zullen zijn transactiekosten afnemen. Daarnaast zouden de transactiekosten van het bepalen van de stem kunnen dalen. Kleine aandeelhouders kunnen hun stembeslissing immers (gedeeltelijk) baseren op de

13. Zie over de relatie tussen transactiekosten en informatietechnologie: Cordella en Simon 1997, p. 8-12 en Cordella 2001, p. 862.

14. Overzichtelijkheid en gebruikersvriendelijkheid van het VGM-platform zijn uiteraard belangrijke factoren in het al dan niet kunnen besparen op transactiekosten.

## HOOFDSTUK 6

goed beargumenteerde stemoverwegingen van bijvoorbeeld grotere aandeelhouders. Grotere aandeelhouders kunnen zich overigens net zo goed (gedeeltelijk) laten leiden door de overwegingen van kleinere aandeelhouders.

Eventueel zouden vennootschappen het mogelijk kunnen maken dat aandeelhouders kunnen aangeven dat ze altijd willen stemmen zoals het bestuur, een bepaalde andere aandeelhouder, een stemadviseur of zoals een belangengroepering adviseert. Dit kan gebeuren door het instellen van een bepaalde *default*-keuze. Een aandeelhouder geeft eenmalig aan welk stemadvies hij wil volgen. Een dergelijke default is herroepbaar en werkt niet privaatief. Hoewel een default de transactiekosten voor (kleine) aandeelhouders verder omlaag brengt, ben ik geen voorstander van defaults, aangezien de individuele aandeelhouder zijn stembeslissing niet neemt als vrucht van onderling overleg.

Uit diverse onderzoeken komt naar voren dat de drempels om deel te nemen aan de AVA met name liggen op het gebied van tijdsinvestering en informatievoorziening.<sup>15</sup> De tijdsinvestering zal bij een VGM over het algemeen afnemen terwijl de informatievoorziening hoogstwaarschijnlijk verbetert. De bestaande rationele drempels om deel te nemen aan de vergadering worden door de VGM aanzienlijk verlaagd. Het zal voor aandeelhouders hierdoor eerder lonend zijn om deel te nemen aan de AVA. Daar waar een deel van de aandeelhouders bij een fysieke AVA rationeel apathisch zijn, zal een groot deel van de apathische aandeelhouders bij een VGM juist rationeel pathisch c.q. participierend zijn.<sup>16</sup>

### 6.2.4 *Baten virtuele AVA voor vennootschap*

Naast de baten die een vennootschap van een fysieke AVA geniet, is het zeer wel mogelijk dat de vennootschap op een enigerlei wijze extra profiteert van een virtuele vergadering. In deze paragraaf zal ik onderzoeken of er daadwerkelijk extra baten in het verschiet liggen voor een vennootschap die een VGM organiseert. Ik denk hierbij aan verbeterde prestaties van de vennootschap die op enigerlei wijze totstandkomen door de VGM. Deze prestaties kunnen liggen op het gebied van meer winst, meer omzet, hogere beurskoers en dergelijke. Aangezien mij geen onderzoek bekend is dat een directe relatie legt tussen de VGM en betere prestaties, zal ik in de komende paragrafen trachten om de aanwezigheid van deze relatie via tussenstappen aannemelijk te maken.

De eerste relatie die ik zal proberen aan te tonen is die tussen de VGM aan de ene kant en vergroting van de participatie van aandeelhouders of een betere verdeling van de macht in de vennootschap aan de andere kant. De tweede relatie is tussen de participatie van aandeelhouders en de verdeling van de macht enerzijds en een verbetering van de corporate governance anderzijds. De derde relatie die ik zal proberen aannemelijk te maken is de relatie tussen verbeterde corporate

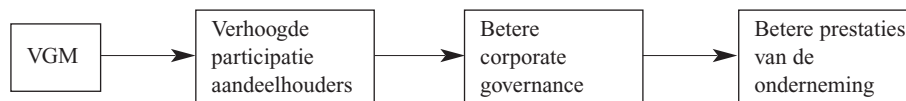
---

15. De Jong, Mertens en Roosenboom 2003, p. 46 en Communicatiekanaal Aandeelhouders 2004, p. 4.

16. Zie: Latham 2000, p. 4. Zie voor een overzicht welk type aandeelhouder baat heeft bij een VGM: paragraaf 7.3.7.

governance en betere resultaten van een vennootschap. In onderstaande figuur zijn deze drie relaties schematisch weergegeven. Om deze relaties aan te tonen zal ik gebruikmaken van empirische onderzoeken. Enkele van deze onderzoeken zijn afkomstig uit het buitenland. Waar nodig zal ik bij deze onderzoeken een nuance aanbrengen om de conclusie te kunnen vertalen naar de Nederlandse situatie.

Figuur 6.3. Tussenstappen tussen VGM en betere prestaties van de onderneming



### 6.2.5 Relatie 1: VGM leidt tot verhoogde participatie van aandeelhouders

Hoewel internet al sinds 1969 bestaat, heeft het qua bekendheid en gebruik pas halverwege de jaren negentig een grote vlucht genomen. Het was dan ook in die tijd dat de eerste publicaties verschenen over het gebruik van internet bij aandeelhoudersvergaderingen. Kobler erkent de grote mogelijkheden die internet biedt en is ervan overtuigd dat internet de participatie van aandeelhouders drastisch kan vergroten en de vergadering efficiënter kan laten verlopen.<sup>17</sup> Enkele jaren later heeft Boros een meer gefundeerde analyse uitgevoerd naar de verschillende mogelijkheden die internet biedt voor de AVA. Zij komt tot de conclusie dat een virtuele vergadering grote potentie heeft om de participatie bij aandeelhoudersvergaderingen te vergroten, maar stipt daarbij wel aan dat het essentieel is dat een virtuele AVA hét platform blijft/wordt voor beraadslaging en verantwoording.<sup>18</sup> Zetsche ziet een virtuele aandeelhoudersvergadering als enige volwaardig alternatief voor de huidige AVA en onderbouwt dit met de te realiseren grote voordelen van de VGM. In het bijzonder de kostenvoordelen en de verlaagde participatiedrempel doen Zetsche er zelfs van overtuigen dat “de dood van de fysieke AVA nabij is”.<sup>19</sup>

Uit een in Nederland uitgevoerd empirisch onderzoek blijkt dat internet voor aandeelhouders een belangrijke informatiebron is.<sup>20</sup> Uit dit onderzoek, dat onder duizend particuliere beleggers is uitgevoerd, kwam naar voren dat 45% van deze beleggers jaarrekeningen meestal of altijd via internet raadplegen. In het bijzonder beleggers die zichzelf qua aantal transacties per maand als “actieve beleggers” aanmerken, maken voor dit doeleinde vaak gebruik van internet. Indien de mogelijkheid bestaat voor beleggers om via internet hun stem voor de AVA uit te

17. Ponds Kobler 1997, p. 673-700.

18. Boros 2003, p. 150-55. De aantekening die Boros maakt, refereert naar de summier uitvoering van een niet-fysieke AVA zoals toegepast door twee Delaware vennootschappen, te weten Inforte Inc. en Cyber Inc. Bij deze twee vennootschappen is de niet-fysieke AVA niet het platform voor beraadslagingen en overleg. Zie: paragraaf 8.5.

19. Zetsche 2005, p. 61.

20. Communicatiekanaal Aandeelhouders 2004, p. 20.

## HOOFDSTUK 6

brengen, geeft bijna 60% van de beleggers aan dat zij hiervan (te allen tijde) gebruik zullen maken. Deze intentie is onder de beleggers die zichzelf als “actieve belegger” kwalificeren nog groter (64%), hetgeen een grote toename is vergeleken met het huidige aandeel actieve beleggers dat aangeeft altijd een stem uit te brengen (34%). De mogelijkheid om via internet de stem voor de aandeelhoudersvergadering uit te brengen, blijkt de drempel voor het participeren in de besluitvorming drastisch te verlagen. Uiteraard is participatie in de besluitvorming meer dan slechts de stem uitbrengen, maar gezien de grote interesse in het stemmen via internet is het niet onwaarschijnlijk dat eenzelfde interesse bestaat voor participatie in bredere zin.

Waar het bovenstaande onderzoek zich richtte op de particuliere belegger, richtte een ander onderzoek zich op de belangstelling voor het uitbrengen van de stem via internet bij institutionele en andere professionele beleggers.<sup>21</sup> Uit een onderzoek verricht in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance (hierna “MCCG”) blijkt dat veelvuldig is gestemd op de via het Communicatiekanaal Aandeelhouders verstuurd proxies.<sup>22</sup> In 2006 zijn 156.000 proxies verstuurd en is via deze proxies op 199 miljoen aandelen gestemd. Op 89% van deze aandelen is via internet gestemd. Het overgrote deel van deze stemmen is door institutionele beleggers uitgebracht. Hieruit mag worden afgeleid dat institutionele en andere professionele beleggers een grote belangstelling hebben voor het uitbrengen van de stem via internet.

Gezien bovenstaande overwegingen is het plausibel om aan te nemen dat de virtuele aandeelhoudersvergadering inderdaad leidt tot verhoogde participatie van aandeelhouders in de AVA.<sup>23</sup> De eerste relatie is hiermee aannemelijk geworden.

### 6.2.6 *Relatie 2: participatie leidt tot een betere corporate governance*

Nu aannemelijk is geworden dat een virtuele aandeelhoudersvergadering de participatie van aandeelhouders aanzienlijk zal stimuleren, kan worden bezien wat de gevolgen zijn van de toegenomen participatie. Naar de gevolgen van participatie onder aandeelhouders is veel onderzoek gedaan. Bebchuk ziet de invloed van aandeelhouders als het product van de bevoegdheden en de mate waarin van deze bevoegdheden gebruik wordt gemaakt.<sup>24</sup> Met andere woorden: bevoegdheden maal participatie is invloed. Hoewel op deze formule het een en ander is af te din-

---

21. Zie ook paragraaf 7.3 waarin een overzicht gegeven wordt van de typen aandeelhouders en waarbij geanalyseerd wordt welk typen profiteren van een VGM.

22. Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2006, p. 11.

23. Een kleine nuancering is hierbij op zijn plaats. In deze paragraaf heb ik onderzoeken aangehaald die de positieve relatie tussen internet en het uitbrengen van de stem aantonen. Het uitbrengen van de stem (via internet) is iets anders dan werkelijk participeren in de besluitvorming en de daaraan voorafgaande discussie. Er zijn mij echter geen onderzoeken bekend die het verband tussen ‘werkelijke participatie’ en internet bestuderen.

24. Bebchuk 2005, p. 833-857.

gen,<sup>25</sup> zit er nochtans een belangrijke kern van waarheid in. Aangezien de participatie van aandeelhouders door de VGM aanzienlijk zal toenemen en hun bevoegdheden niet zullen veranderen, zal de invloed van aandeelhouders op de vennootschap toenemen. Deze invloed zal in het bijzonder bij de besluitvorming op de AVA naar voren kunnen komen en resulteren in breder gedragen AVA-beslissingen. Bebchuk juicht het uitoefenen van invloed door aandeelhouders toe en stelt dat dit de corporate governance van een onderneming sterk zal verbeteren.

Noack betreft in zijn onderzoek verschillende mogelijkheden die Internet biedt om de huidige problemen rondom de AVA het hoofd te bieden.<sup>26</sup> De meest ideale oplossing is volgens Noack de virtuele aandeelhoudersvergadering. Een op Internet gebaseerde AVA zal een groter gedeelte van de aandeelhouders representeren dan een fysieke vergadering. Alle aandeelhouders hebben gelijke toegang tot informatie waardoor de communicatie tussen aandeelhouders onderling en met het bestuur sterk zal kunnen toenemen en aan relevantie zal kunnen winnen. Tevens is Noack ervan overtuigd dat bestuurders en aandeelhouders door “de macht van Internet” zich meer naar het belang van de vennootschap gaan richten. Helaas werkt Noack dit laatste niet verder uit, maar ik kan me goed voorstellen dat bestuurders de kapitaalverschaffers, door een grotere opkomst op de vergadering, meer serieus zullen nemen. Concreet zou zich dit kunnen manifesteren in het uitgebreid motiveren van strategische keuzes en het aanbrengen van focus.

Chakrovarty en Hodgkinson erkennen eveneens de sterke relatie tussen corporate governance en verantwoording van bestuurders aan aandeelhouders.<sup>27</sup> Hoe hoger de participatie is, hoe effectiever aandeelhouders bestuurders verantwoording kunnen laten afleggen. Ze tekenen hierbij aan dat de mate waarin verantwoording mogelijk is, afhankelijk is van de mate waarin echt geparticipeerd wordt. Onder echte participatie verstaan ze niet het slechts uitbrengen van een stem maar het actief deelnemen aan de aandeelhoudersvergadering. Ook Romano ziet actieve betrokkenheid van aandeelhouders bij de besluitvorming als een zeer waardevol instrument om de corporate governance in een onderneming te versterken.<sup>28</sup> Zij richt zich in het bijzonder op de bevoegdheid van aandeelhouders om een voorstel op de agenda te laten plaatsen. De “dreiging” van het agenderingsrecht zorgt voor een focus op goed ondernemingsbestuur en op het belang van de vennootschap en van haar aandeelhouders. Dit is de essentie van corporate governance. Romano concludeert dat de bevoegdheid tot het agenderen van

---

25. Wanneer eerst één 10% aandeelhouder en later twee 10% aandeelhouders deelnemen, verdubbelt de participatie. Ik ben van mening dat dit enkele feit nog geen verdubbeling van hun invloed tot gevolg heeft. Ten aanzien van quorumeisen speelt participatie wel degelijk een grote rol, zeker als door de laatst toegetreden deelnemer het vereiste quorum wordt gehaald.

26. Noack 2004b, p. 29.

27. Chakravarty en Hodgkinson 2001, p. 83-97.

28. Romano 2001, p. 176-252.

## HOOFDSTUK 6

agendapunten in principe de corporate governance van een vennootschap sterk kan verbeteren aangezien de aandeelhouders misstanden kunnen agenderen.

Naast de genoemde publicaties zijn meer onderzoeken aanwezig die een positief verband tussen aandeelhoudersparticipatie en verbeterde corporate governance signaleren.<sup>29</sup> De publicaties die ik hier heb behandeld geven een goed beeld van het verrichte onderzoek aan beide zijden van de oceaan. Zowel in de oude als in de nieuwe wereld komt men tot de conclusie dat verhoogde participatie van aandeelhouders de corporate governance van een onderneming zeer wel ten goede komt. Hiermee is ook de tweede relatie aannemelijk geworden.

### 6.2.7 *Relatie 3: betere corporate governance leidt tot betere resultaten*

In paragraaf 6.2.5 werd duidelijk dat de VGM leidt tot verhoogde participatie van aandeelhouders. In paragraaf 6.2.6 is aannemelijk gemaakt dat deze verhoogde participatie zal resulteren in een verbeterde corporate governance. In deze paragraaf staat de relatie tussen een verbeterde corporate governance en betere resultaten van een vennootschap centraal. Deze resultaten kunnen liggen op het vlak van winst, omzet, ondernemingswaarde, beurskoers enzovoort.

Een veel gehanteerde definitie van corporate governance is de wijze waarop ondernemingen worden bestuurd en worden beheerst.<sup>30</sup> Hier wordt de juridische vennootschapsstructuur onder begrepen, de interne verhoudingen tussen de organen van de vennootschap en externe factoren die de vennootschap beïnvloeden. Corporate governance is aldus een breed begrip en bestaat in feite uit een pakket van allerlei bevoegdheden, plichten en verhoudingen. Voor zover ik weet, bestaan er geen onderzoeken die de invloed van het complete “corporate governance pakket” op de resultaten van de onderneming bestuderen. Dit is echter geen groot probleem, aangezien wel een groot aantal onderzoeken is verricht naar de impact van één of meer bevoegdheden op de resultaten van de vennootschap. Deze “deelonderzoeken” tezamen geven een goed beeld van de impact van corporate governance in het algemeen op de resultaten van de vennootschap.

Daar corporate governance reeds geruime tijd in de Verenigde Staten en ruim een decennium in Europa veel belangstelling geniet, is er veel onderzoek gedaan naar de effecten van een goede corporate governance op de resultaten van een onderneming. Diacon en O’Sullivan hebben in hun onderzoek vrijwel alle Britse verzekeringmaatschappijen betrokken om te onderzoeken welke effecten vijf geselecteerde corporate governance factoren op de prestaties van de ondernemingen

---

29. Zie bijvoorbeeld: Bebchuk 2003, p. 43-66, Bainbridge 2006, p. 601-636, Black 1998, p. 1-20, Brockhoff 2005, p. 177-207 en La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer en Vishny 1999, p. 1-45.

30. Onder andere het Hampel Committee (in 1997 de opvolger van de Cadbury-commissie) in het Verenigd Koninkrijk hanteert een dergelijke definitie: *‘the system by which companies are directed and controlled’*.



hebben.<sup>31</sup> Hoewel de onderzoekers de verschillende corporate governance factoren geïsoleerd van elkaar hebben onderzocht, is de onafhankelijke impact van de corporate governance factoren op de prestaties van de ondernemingen complex, in hoge mate non-lineair en afhankelijk van marktomstandigheden en het gehanteerde businessmodel. Diacon en O’Sullivan komen tot de conclusie dat een goede corporate governance in het algemeen en de formele bevoegdheidsverdeling tussen vennootschapsorganen met daarbij de rol en de persoon van de commissaris in het bijzonder, grote invloed hebben op de winstgevendheid van een onderneming.

Lehmann en Weigand hebben onderzocht wat de effecten van een goede corporate governance zijn op de prestaties van ondernemingen in een meer netwerk- en bankgeoriënteerd systeem als Duitsland.<sup>32</sup> Ook zij ervaren problemen met de complexiteit van alle data, maar komen uiteindelijk tot de conclusie dat corporate governance de winstgevendheid bevordert. Dit positieve effect is wel afhankelijk van het aantal en de verdeling van uitstaande aandelen. Daarnaast constateren Lehmann en Weigand dat de aanwezigheid van grote aandeelhouders neutraal of positief is en dat de financiële resultaten positief beïnvloed worden als de grootste aandeelhouder een financial is.

De invloed van corporate governance op de waarde van een onderneming is eveneens veelvuldig onderwerp van onderzoek geweest. Chahine relateert de introductieprijs van 138 Franse Initial Public Offerings (hierna “IPO”) aan enkele corporate governance factoren.<sup>33</sup> Chahine onderzocht hiervoor de in de prospectus vermelde corporate governance opmerkingen en komt tot de conclusie dat de verdeling van zeggenschap van grote invloed kan zijn op de IPO-introductieprijs. Hoe sterker het systeem van checks and balances in de zeggenschapsverdeling is verweven, hoe hoger de IPO-introductieprijs. Dit lijkt mij niet geheel onlogisch, aangezien de bereidheid van investeerders om geld te steken in een IPO onder andere af zal hangen van de te hanteren zeggenschapsstructuur.

Een soortgelijk onderzoek is uitgevoerd door Yeh.<sup>34</sup> Yeh bestudeerde hiertoe 218 Taiwanese IPO’s in de periode 1992 tot 2001. Ook Yeh concludeert dat er een

---

31. Diacon en O’Sullivan 1995, p. 405-424. De geselecteerde corporate governance factoren zijn formele bevoegdheidsverdeling, de invloed van een CEO op het bestuur, de wijze waarop de CEO benoemd wordt, de invloed en gedragslijnen van de CEO en de rol en de persoon van de commissarissen.

32. Lehmann en Weigand 2000, p. 157-195.

33. Chahine 2004, p. 143-159. De auteur onderzocht de volgende corporate governance kenmerken: aantal leden in de raad van bestuur, samenstelling van het bestuur, privébelangen van bestuurders in de vennootschap, de aanwezigheid van grote aandeelhouder(s) en de verdeling van zeggenschap binnen de vennootschap.

34. Yeh en Shu 2004, p. 1-37. Deze onderzoekers richtten zich met name op de zeggenschapsrechten van niet-grootaandeelhouders, de te verwachten dividenden en de privébelangen van bestuurders in de vennootschap.

## HOOFDSTUK 6

positief verband bestaat tussen de in de prospectus aangekondigde corporate governance punten en de hoogte van de introductieprijs. Hij tekent hier wel bij aan dat corporate governance slechts één van de vele prijsbepalende factoren is. Er is dus wel een positief verband tussen corporate governance en de introductieprijs maar dit verband is non-lineair en lastig te isoleren van de overige prijsbepalende factoren.

Naast de aangehaalde onderzoeken zijn er nog meer onderzoeken die een positief verband signaleren tussen een goede corporate governance en verbeterde prestaties van de onderneming.<sup>35</sup> Een merendeel van de onderzoekers tekent hierbij echter wel aan dat deze conclusie genuanceerd moet worden uitgelegd aangezien de data zeer complex zijn, het verband vaak verre van lineair is en de relatie onderhevig is aan diverse externe (markt)omstandigheden. Resumerend kan worden gesteld dat er minimaal een neutrale maar over het algemeen een positieve invloed uitgaat van een goede corporate governance op prestaties van de onderneming.

### 6.2.8 Overige baten virtuele AVA

De oud-directeur van de Vereniging voor Effectenbezitters, Peter Paul de Vries, stelt dat een hoge opkomst bij aandeelhoudersvergaderingen van groot belang is aangezien “*de megalomanen en de zakkenvullers onder de bestuurders tegenwicht nodig hebben*” en dat “*alleen door een hoge opkomst schandalen als die bij Ahold te voorkomen zijn*”.<sup>36</sup> Ofschoon dit voor een groot deel retoriek is, zit in deze uitspraak wel een kern van waarheid. Wanneer deze redenering wordt gevolgd kan de participatieverhogende VGM helpen om (fraude)schandalen te voorkomen. Door middel van een hoge opkomst en de verbeterde mogelijkheden tot informatieverschaffing, kunnen aandeelhouders indien nodig een tegenwicht bieden tegen bestuurders. Empirisch onderzoek betreffende de relatie tussen de opkomst op een AVA en de kans op fraude is mij niet bekend. Wanneer deze relatie echter inderdaad positief is, kan de VGM een belangrijke bijdrage leveren aan het verlagen van de kans op schandalen. Een verminderde kans op schandalen zou dan een indirecte baat van de VGM zijn.

Verder heb ik de indruk dat een psychologische factor de VGM indirecte baten kan opleveren. Wanneer meer aandeelhouders participeren in de besluitvorming, zullen meer aandeelhouders zich betrokken voelen bij de desbetreffende onderneming. Deze betrokkenheid zou zich kunnen ontwikkelen tot een licht emotionele band met het aandeel of met de vennootschap of onderneming.<sup>37</sup> Indien dit

35. Zie bijvoorbeeld Lander en Reinstein 2005, p. 433-447 en La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer en Vishny 2002, p. 1147-1171 en Shleifer en Vishny 1997, p. 737-783.

36. Financieel Dagblad, 1 juni 2004, p. 13, *Taakverdeling beleggers stimuleert opkomst*.

37. Dit is geen utopie. Beleggers schipperen continu tussen hebzucht en angst. Hebzucht naar meer, angst om te verliezen/de boot te missen. Bij het schipperen tussen deze emoties, nemen ze vaak irrationele beslissingen. Zie over de grote rol die psychologie klaarblijkelijk speelt bij het nemen van beleggingsbeslissingen: Shefrin 2002.

het geval is, zullen aandeelhouders minder snel geneigd zijn de aandelen van deze vennootschap te koop aan te bieden. Hierdoor zullen minder verkopers op de aandelenmarkt actief zijn. Aangezien het aantal aspirant-kopers bij verder gelijkblijvende omstandigheden niet zal verminderen, zal de beurskoers kunnen stijgen omdat de vraag naar het aandeel gelijk blijft maar het aanbod afneemt. Uiteraard is deze redenering een sterk vereenvoudigde weergave van de werkelijkheid. Dit neemt niet weg dat de door de VGM verhoogde participatie van aandeelhouders een licht koersstimulerend effect zou kunnen hebben.

Een andere indirecte baat is een gevolg van de verbeterde informatieverstrekking op een VGM. Goed geïnformeerde aandeelhouders zullen waarschijnlijk minder snel geneigd zijn om het verhaal van een hedge fund of een bidder direct te geloven en daarin mee te gaan. Goede communicatie en een heldere goed beargumenteerde strategie van het bestuur zijn hierbij cruciaal.<sup>38</sup> Door de eenvoud en de relatief lage kosten van het helder presenteren van veel informatie op een VGM, kan de VGM een bepaalde mate van bescherming bieden doordat aandeelhouders niet direct meegaan met de eisen of avances van respectievelijk hedge funds of vijandige bidders.

### 6.3 Conclusie

Het doel van dit hoofdstuk is om een antwoord te krijgen op de vraag of een VGM economisch haalbaar is. Hiertoe is een kosten-batenanalyse gemaakt. De kosten van een fysieke AVA zijn naast die van een VGM gezet. Uit deze kostenanalyse blijkt dat de vennootschappen een aanzienlijke kostenbesparing kunnen realiseren door de AVA virtueel te laten plaatsvinden. Een fysieke vergadering is bijna twee maal zo duur als een virtuele vergadering. De hoofdvraag van dit hoofdstuk, of een VGM economisch haalbaar is, is daarmee bevestigend beantwoord.

Waar de kosten van de AVA (fysiek of virtueel) in hoge mate bepaalbaar zijn, is dat bij de baten absoluut niet het geval. De belangrijkste producten van een AVA zijn immers verantwoording, onderling overleg en besluitvorming. Ook bij een VGM zijn dit de producten van de AVA. Het onderzoek heeft zich alsdan ook nader toegespitst op de extra baten die een VGM biedt boven datgene wat een fysieke AVA biedt. Aan de kant van de aandeelhouders zijn de volgende extra baten geïdentificeerd: besparing van reistijd én reiskosten, besparing dan wel flexibelere inzet van vergadertijd en verlaagde transactiekosten voor het vergaren en verwerken van informatie. Om de extra baten voor de vennootschap in kaart te brengen is gekeken of een VGM, via een verhoogde aandeelhoudersparticipatie en via een verbeterde corporate governance, leidt tot betere resultaten bij een ven-

---

38. In de recente *Stork*-zaak gingen veel aandeelhouders en andere stakeholders in eerste instantie niet mee met de eisen die de hedge funds Centaurus en Paulson aan het bestuur van Stork N.V. stelden. Het bestuur had immers een goed verhaal.

## HOOFDSTUK 6

nootschap. Waterdicht bewijs voor een positieve relatie tussen de VGM en betere resultaten is niet beschikbaar, maar via de genoemde tussenstappen kan deze relatie toch worden onderzocht. Om de aanwezigheid en kracht van de drie relaties c.q. tussenstappen te kunnen toetsen, is gebruik gemaakt van diverse empirische onderzoeken. Door middel van deze bronnen zijn de drie relaties c.q. tussenstappen aannemelijk gemaakt. Hierdoor is het tevens aannemelijk geworden dat betere resultaten van de onderneming van de vennootschap een extra baat van een VGM is. Ik wil dit hoofdstuk afsluiten met de opmerking dat het voor zowel de vennootschap als haar aandeelhouders profijtelijk is als de vennootschap haar aandeelhoudersvergadering virtueel houdt.

## Hoofdstuk 7

# Corporate Democracy

In dit hoofdstuk zal de vraag beantwoord worden welke invloed de virtuele aandeelhoudersvergadering heeft op de corporate democracy. Om deze vraag goed te kunnen beantwoorden, is het noodzakelijk om allereerst de term ‘corporate democracy’ nader te verduidelijken. Eerst zal de parallel met de politieke democratie worden getrokken om daarna de pijlers voor een goede corporate democracy te beschrijven. Omdat de belangrijkste actoren op een AVA de aandeelhouders zelf zijn, zal vervolgens worden gezien welke typen aandeelhouders er bestaan en welke belangen zij nastreven. Hierbij zal ook worden gezien welke typen aandeelhouders baat hebben bij een VGM. Om meer inzicht te krijgen in de VGM zal daarna een blauwdruk worden geschetst en een tijdspad worden uitgewerkt. Hierna zal kort de invloed van een VGM voor de betrokken partijen worden beschreven. De verworven kennis over en inzichten in corporate democracy, aandeelhouders en de VGM geven uiteindelijk een antwoord op de vraag welke invloed de virtuele aandeelhoudersvergadering heeft op de corporate democracy.

### 7.1 Corporate en politieke democratie

Participatie van aandeelhouders is sterk gerelateerd aan democratie binnen de vennootschap. Door te participeren, of zich te laten vertegenwoordigen, kan een aandeelhouder middels het democratisch proces van de AVA invloed uitoefenen op de besluitvorming en op de door het bestuur en commissarissen af te leggen verantwoording. In dit hoofdstuk wil ik nader aandacht besteden aan het democratisch proces tussen de aandeelhouders en het bestuur en RvC. Dit democratisch proces heeft plaats in de aandeelhoudersvergadering en noem ik corporate democracy. De corporate democracy is enigszins vergelijkbaar met de politieke democratie. Bestuurders c.q. volksvertegenwoordigers worden immers benoemd dan wel gekozen door respectievelijk de aandeelhouders en het volk. Iedere deelnemer kan gebruikmakend van het democratisch proces, invloed uitoefenen op het bestuur. Het politieke en vennootschappelijke democratisch proces is gebaseerd op vier juridische pijlers.

1. Initiatiefrecht: elke deelnemer moet vrij zijn om binnen het democratisch proces initiatief te nemen.
2. Spreekrecht: elke deelnemer moet een gelijkwaardige kans hebben mededeelnemers of het bestuur te informeren en met hen in dialoog te treden omtrent relevante onderwerpen en voorstellen.

## HOOFDSTUK 7

3. Stemrecht: elke deelnemer moet in de gelegenheid worden gesteld om zijn stem te kunnen uitbrengen. Een vooraf overeengekomen meerderheid bepaalt of het betreffende voorstel al dan niet wordt aangenomen.
4. Inlichtingenrecht: elke deelnemer heeft recht op een laagdrempelige toegang tot relevante informatie en inlichtingen.

Een belangrijk aspect van democratie is toezicht op het bestuur en de verantwoording die het bestuur dient af te leggen aan de aandeelhouders dan wel aan het volk. De wet kent daartoe aan de volksvertegenwoordiging en aan aandeelhouders verschillende bevoegdheden toe om bestuurders verantwoording af te laten leggen en invloed uit te kunnen oefenen op de besluitvorming.

Aandeelhouders zijn tot op zekere hoogte vergelijkbaar met het volk in de democratie.<sup>1</sup> Er is echter een aantal belangrijke verschillen. Zo kan een aandeelhouder meer aandelen kopen en daarmee zijn zeggenschap vergroten. Een ander verschil is dat het nemen van een aandeel op vrijwillige basis geschiedt en dat er sprake is van een easy exit.<sup>2</sup> Inwoners van een land hebben in principe ook een exit mogelijkheid door de nationaliteit op te geven en te emigreren, maar de kosten staan in schril contrast met de easy exit van aandeelhouders.

### 7.2 De zeven pijlers voor een goede corporate democracy

Voor een goede en evenwichtige corporate democracy dienen de vier pijlers van het democratisch proces juridisch gewaarborgd te zijn. Ik zal de vier pijlers van corporate democracy behandelen en aangeven in welke wetsartikelen zij neergelegd zijn. Daarnaast zal ik bezien of er naast de vier juridisch gewaarborgde pijlers additionele pijlers voor corporate democracy bestaan.

- Initiatiefrecht: aan aandeelhouders moet de mogelijkheid geboden worden in de AVA zelf voorstellen betreffende het beleid en de strategie naar voren te brengen. Op grond van artikel 2:114a BW kunnen aandeelhouders, die minstens 1% van het kapitaal verschaffen, het bestuur verzoeken om een bepaald onderwerp op de agenda te plaatsen.<sup>3</sup> Een ander onderdeel van het initi-

1. Zie: Rodrigues, 2006, p. 24 e.v.

2. Voor aandeelhouders met een aanzienlijk aandelenpakket is deze exit niet zo “easy” aangezien plotselinge verkoop de beurskoers negatief kan beïnvloeden. Ook voor beheerders van beleggingsfondsen die een bepaalde index volgen en voor houders van indextrackers, is het in beginsel niet mogelijk om uit een specifieke vennootschap te stappen. Het ligt voor de hand dat grootaandeelhouders en beheerders van beleggingsfondsen meer gebruik zullen maken van hun democratische rechten om zo invloed op het bestuur te kunnen uitoefenen.

3. Het agenderingsrecht mag zich de laatste tijd verheugen in veel belangstelling van wetenschap en wetgever. Zo wenst de Minister van Financiën de agenderingsdrempel te verhogen van 1% naar 3%. Zie: Consultatiedocument corporate governance 2008, p. 5. Het feit dat aandeelhouders met een belang in de onderneming gebruik hebben gemaakt van hun recht om onderwerpen te agenderen, heeft in mijn opinie niet geleid tot “uitwassen” in de besluitvorming of wat voor misstanden dan ook. Daarnaast hebben vennootschappen altijd de mogelijkheid om agendering op basis van een zwaarwichtig belang te weigeren. Vanuit het oogpunt van corporate democracy lijkt mij een 1% drempel een juiste drempel voor het agenderingsrecht.

atiefrecht is het recht om de AVA bijeen te roepen. Op grond van artikel 2:110 BW kan een (groep van) aandeelhouder(s) die minstens 10% van het kapitaal vertegenwoordigen, of een zoveel geringer bedrag als bij de statuten is bepaald, de voorzieningenrechter verzoeken op hun verzoek te worden gemachtigd tot het bijeenroepen van een AVA. Hoewel ik een 10% drempel<sup>4</sup> veel te hoog vind, biedt deze bepaling een belangrijke waarborg voor aandeelhouders en een toegang tot de AVA waar de andere aandeelhoudersrechten uitgeoefend kunnen worden. Naast de verplichting om jaarlijks een AVA te organiseren, zijn het initiatiefrecht en het agenderingsrecht belangrijke waarborgen voor de corporate democracy. Zonder deze waarborgen zou het bestuur immers de enige zijn die de onderwerpen voor behandeling op de agenda kan plaatsen.

- Spreekrecht: het recht op spreken betekent dat aandeelhouders het woord tot het bestuur en tot de medeaandeelhouders kunnen richten. Overleg tussen bestuur en aandeelhouders is noodzakelijk voor gedegen, goed onderbouwde besluitvorming. Aandeelhouders moeten paritair de mogelijkheid hebben medeaandeelhouders te informeren en met hen van gedachten te wisselen over allerhande onderwerpen aangaande de ondernemingsactiviteiten. Om tot een gefundeerde beslissing te komen die de goedkeuring van (de meerderheid van) de aandeelhouders kan wegdragen, kan onderling overleg wenselijk zijn. Voor onderling overleg is essentieel dat aandeelhouders elkaar weten te vinden. Het aandeelhoudersbestand dient daartoe transparant te zijn en aandeelhouders identificeerbaar<sup>5</sup>. Daarnaast dient er een forum beschikbaar te zijn alwaar men kan debatteren.
- Stemrecht: de AVA moet dusdanig zijn ingericht dat aandeelhouders op relatief eenvoudige, tijdsefficiënte en goedkope wijze hun stem uit kunnen brengen. Eenieder moet immers in de gelegenheid gesteld worden zijn of haar stem uit te brengen. In dat verband kan van een buitenlandse investeerder niet gevraagd worden naar Nederland af te reizen om in de AVA persoonlijk zijn stem uit te brengen. Europese en Nederlandse regelgeving faciliteren daartoe het uitbrengen van de stem op afstand via elektronische communicatiemiddelen.<sup>6</sup> De specifieke problemen die rijzen bij grensoverschrijdend stemmen zijn (hiermee) niet opgelost.<sup>7</sup>

4. Mij lijkt een 3% of 5% drempel meer op zijn plaats. Gezien de grote marktkapitalisatie van een aantal beursvennootschappen werpt een 10% kapitaal eis een veel te hoge toegangsdrempel op om een AVA te initiëren. Het gevaar van misbruik van een verlaagde drempel is mijns inziens afwezig gezien de rechterlijke toetsing van het verzoek en de eis dat het oproepend orgaan eerst zelf is verzocht en in de gelegenheid is geweest om een AVA te organiseren.

5. Consultatiedocument corporate governance 2008, p. 18.

6. Richtlijn 2005/0265 (COD) van het Europees parlement en de Raad betreffende de uitoefening van stemrechten door aandeelhouders van ondernemingen die hun statutaire zetel in een lidstaat hebben en waarvan de aandelen tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2004/109/EG, en wet tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek ter bevordering van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen bij de besluitvorming in rechtspersonen.

7. Zie paragraaf 4.1.4.

## HOOFDSTUK 7

- Recht op inlichtingen: het recht op inlichtingen is noodzakelijkerwijs verbonden aan de voorgaande pijlers. Om een geïnformeerde stem uit te kunnen brengen is toegang vereist tot alle relevante informatie. Een gefundeerd voorstel vereist kennis over hetgeen er speelt en overleg is weinig zinvol indien men niet beschikt over de juiste informatie. De toegang tot deze informatie moet laagdrempelig zijn. Het online beschikbaar stellen van documentatie biedt hier tal van mogelijkheden. Bovendien drukt dit de kosten van informatievoorziening. Daarnaast dient de authenticiteit van vergaderstukken te worden gewaarborgd. Kapitaalverschaffers moeten erop kunnen vertrouwen dat die informatie die zij tot zich nemen juist is, en van de vennootschap afkomstig is. Dit is met name van belang bij elektronische informatievoorziening. Naarmate de hoeveelheid informatie toeneemt, dient men ook over de overzichtelijkheid te waken, opdat aandeelhouders niet verdwalen in een labrynt van vergaderstukken.

Naast deze inhoudelijke pijlers kent een goede corporate democracy nog een drietal additionele pijlers.

- Opkomst en representativiteit: de opkomst behoort aanzienlijk te zijn en representatief voor het aandeelhoudersbestand. Er zijn verschillende typen beleggers die verschillende doelen nastreven.<sup>8</sup> Voor een goede corporate democracy is vereist dat de ‘aanwezige’ stemgerechtigden een representatieve afspiegeling vormen van het geheel. Naarmate de opkomst toeneemt, is te verwachten dat verschillende typen aandeelhouders op de AVA aanwezig zullen zijn. Het is logisch, maar niet noodzakelijk, dat met de opkomst ook de representativiteit zal toenemen. Voorwaarde voor een hoge en representatieve kapitaalopkomst is de mogelijkheid voor ieder type aandeelhouder te kunnen participeren tegen zo laag mogelijke kosten met een aanmerkelijke kans dat dit iets oplevert. Is de kapitaalopkomst gering, dan loopt een onderneming het risico op toevallige meerderheden in de vergadering. In het recente verleden hebben voornamelijk activistische aandeelhouders van deze gelegenheid gebruikgemaakt. Een hogere en evenwichtigere opkomst zal de relatieve invloed van activistische aandeelhouders verminderen. Participeren is meer dan het uitbrengen van een stem. Participatie is het actief gebruikmaken van democratische rechten. Een “blinde” stem kan zijn doel missen terwijl een geïnformeerde stem daadwerkelijk een bijdrage kan leveren.
- Ordehandhaving: voor een soepel verloop van de algemene vergadering waarin een ieder de mogelijkheid heeft van zijn rechten gebruik te maken, is handhaving van de orde van essentieel. Chaos, verwarring of monopolisatie van de dialoog door één of meer aanwezigen op de AVA verminderen de effectiviteit van de AVA en tast de corporate democracy aan. De voorzitter van de vergadering dient de orde te handhaven en kan hiertoe, indien nodig, aanwezigen het spreekrecht ontnemen of hen zelfs laten verwijderen.

---

8. In de volgende paragraaf zal ik een duidelijk onderscheid maken tussen de verschillende typen beleggers/aandeelhouders en hun doelstellingen.



- Cohesie economisch belang en juridische zeggenschap: voor een goede corporate democracy is het essentieel dat er een sterke samenhang bestaat tussen economisch belang en juridische zeggenschap. Een fenomeen dat de laatste jaren sterk opkomt, securities lending (afgekort seclending), kan een bedreiging zijn voor deze samenhang.<sup>9</sup> Er bestaan vermoedens dat seclending soms door hedge funds wordt gebruikt met het uitsluitende doel om de uitkomst van een AVA te beïnvloeden. In bredere zin wordt dit ook wel empty voting genoemd. Dat wil zeggen: het in eigen belang (doen) uitoefenen van het stemrecht door een persoon die niet (of nauwelijks) een economisch belang heeft in een beursgenoteerde vennootschap.<sup>10</sup> Het moge duidelijk zijn dat het fenomeen empty voting een bedreiging voor de corporate democracy vormt. De grootte van deze bedreiging is vooralsnog onduidelijk. Het bewijs is veelal anekdotisch<sup>11</sup> van aard en vooralsnog is het niet bewezen dat empty voting tot duidelijk andere uitkomsten in de besluitvorming op de AVA heeft geleid.<sup>12</sup>

### 7.3 De aandeelhouders

In de vorige paragraaf is naar voren gekomen dat één van de pijlers voor een goede corporate democracy een hoge en representatieve opkomst bij de AVA is. Omdat de belangrijkste actoren op een AVA de aandeelhouders zelf zijn, is het noodzakelijk dat ‘de aandeelhouder’ nader bestudeerd wordt. In het navolgende zullen onder andere de vragen beantwoord worden welke verschillende typen aandeelhouders er bestaan en welke belangen zij nastreven. Pas nadat de populatie van aandeelhouders en de diverse belangen in kaart zijn gebracht, kan worden bezien welk typen aandeelhouders baat hebben bij een VGM.

In navolging van de Federation of European Securities Exchanges (afgekort ‘FESE’) breng ik een tweedeling aan in het type aandeelhouder: binnenlandse en buitenlandse aandeelhouders.<sup>13</sup> De binnenlandse beleggers zijn weer verder onder

9. Zie paragraaf 2.7.3 voor een uitgebreide bespreking van seclending.

10. Onder andere Raaijmakers is van mening dat deze vorm van stemmenkoop met het uitsluitende doel om de uitkomst van een AVA te beïnvloeden, in strijd is met de vennootschappelijke orde. Zie Raaijmakers 2005b, p. 243 en Stevens 2006, p. 34 e.v.

11. Bij een long-short strategie gaat een partij, bijvoorbeeld een hedge fund, short in een overgewaardeerd aandeel door verkoop van deze aandelen die zij zelf niet bezit. Om aan zijn leveringsverplichting te kunnen voldoen leent het fonds vervolgens aandelen van een institutionele belegger. Met de opbrengst van de verkoop van deze aandelen gaat het fonds long in een ander volgens het fonds ondergewaardeerd aandeel, door deze aandelen te kopen. Op deze manier kan het hedge fund aan twee kanten verdienen. Deze strategie is volgens velen door hedge funds als TCI toegepast bij het mislukte overnamebod van Deutsche Börse op de London Stock Exchange.

12. Aldus J.W. Winter op het congres ‘Empty voting en de uitoefening van het stemrecht in beursvennootschappen’, 26 juni 2008 te Amsterdam.

13. FESE 2007, p. 9 e.v. De FESE maakt wat betreft de verdeling van het aandelenkapitaal op de Nederlandse beurs gebruik van gegevens uit Euronext 2003.

## HOOFDSTUK 7

te verdelen in particuliere beleggers, publieke sector en private financiële ondernemingen. De verdeling van het aandelenkapitaal op de Nederlandse beursresultaten is weergegeven in onderstaande tabel.

Tabel 7.1. Aandelenstructuur Nederlandse beurs (Bron: Federation of European Securities Exchanges)

	Buitenland		Binnenland		Onbekend
2003	Buitenlandse investeerders	Private financiële ondernemingen	Particuliere belegger	Publieke sector	Onbekend
	69%	12%	11%	2%	6%

Ruim tweederde van het aandelenkapitaal op de Nederlandse beurs is in handen van buitenlandse beleggers. De resterende 31% is voornamelijk in handen van private financiële ondernemingen en particuliere beleggers.

### 7.3.1 *Belangen van aandeelhouders*

Aandeelhouders streven verschillende belangen na. Deze belangen zijn onder te verdelen in verschillende categorieën. Ik volsta hier met het weergeven van de categorisering zoals Raaijmakers deze eveneens hanteert.<sup>14</sup> Elke aandeelhouder heeft zijn eigen kenmerken: een bepaalde beleggingshorizon, een eigen mate van aandeelhoudersactivisme, een bepaalde mate van maatschappelijke betrokkenheid en eigen niet-financiële doelstellingen.<sup>15</sup> Voor alle overige investeerders geldt dat zij in één van de andere categorieën vallen. Uiteraard is deze onderverdeling slechts grosso modo juist. Met uitzonderingen is geen rekening gehouden, gekeken wordt slechts naar het grote geheel.

### 7.3.2 *Beleggers gericht op korte termijn, volatiliteit en inefficiënties*

Deze aandeelhouders proberen via uiteenlopende beleggingsstrategieën snel winst te maken en zijn voornamelijk geïnteresseerd in kortetermijnresultaten. Zij worden speculanten genoemd omdat zij speculeren op geruchten in de markt of op koersbewegingen van ondernemingen in moeilijkheden. Zij hopen snel winst te maken door koersschommelingen en marktinefficiënties. Dit type investeerder heeft weinig affiniteit met de vennootschap. Participeren in de AVA is voor hen dan ook in de meeste gevallen niet interessant omdat daar doorgaans niet die informatie verstrekt wordt waarnaar zij op zoek zijn. Onder andere daytraders en hedge funds vallen in deze categorie. Daytraders verrichten vaak transacties op

14. Raaijmakers 2005a, p. 106-112.

15. Niet financiële doelstellingen komen we in het bijzonder tegen bij publieke aandeelhouders. Een publieke aandeelhouder zal zich met name laten leiden door het dienen van het publieke belang zoals bijvoorbeeld de werkgelegenheid proberen te waarborgen.

basis van technische analyses en proberen zo snel mogelijk winst te behalen door te anticiperen op koersschommelingen. Hedge funds en hun werkwijze zijn de laatste jaren veelvuldig besproken.<sup>16</sup> Hedge funds worden gehokeld om hun beleggingsstrategieën, kosten, gebrekkige transparantie en kortetermijnvisie.<sup>17</sup> Er bestaan vele hedge funds, waaronder veel relatief kleine funds, met een grote verscheidenheid aan actieve beleggingsstrategieën. Het merendeel hiervan haalt nimmer het nieuws en houdt zich vrijwel alleen bezig met het hedgen van investeringen. Slechts een klein deel van de hedge funds probeert daarnaast ook het beleid van de vennootschap te beïnvloeden. Hedge funds hebben wereldwijd een zeer groot bedrag tot hun beschikking.<sup>18</sup> Ondanks de kredietcrisis blijft het bedrag aan toevertrouwde gelden groeien. Dit komt mede door het feit dat institutionele beleggers steeds meer gelden aan hedge funds toevertrouwen.

### 7.3.3 *Grote middellange- en langetermijnbeleggers*

Een tweede categorie vormen beleggers die grote deelnemingen verwerven voor de middellange of lange termijn. Deze categorie kan onderverdeeld worden in twee subcategorieën: aandeelhouders die voor eigen rekening en risico beleggen en aandeelhouders die beleggen voor rekening en risico van derden. Beide subcategorieën kennen een grote variëteit aan beleggingsdoelen.

Aandeelhouders die voor eigen rekening en risico grote deelnemingen verwerven zijn bijvoorbeeld vermogende particulieren en organisaties die overtollige middelen beleggen. Zij die beleggen voor rekening en risico van derden zijn echter belangrijker. Het betreft voornamelijk institutionele beleggers en dan met name pensioenfondsen, beleggingsmaatschappijen, verzekeringsmaatschappijen en banken. De laatste twee genoemde overigens alleen voor zover zij beleggen voor rekening van cliënten.

Institutionele beleggers zijn doorgaans professionele beleggers. Het vermogen van institutionele beleggers is de laatste jaren enorm toegenomen. Daarnaast is hun strategie veranderd. Pensioenfondsen zijn iets minder risicomijdend geworden en zijn met het oog op internationale risicospreiding meer in het buitenland gaan beleggen.<sup>19</sup>

16. Zie onder meer Maatman en Raaijmakers 2006, p. 260 en Raaijmakers, 2007, p. 67 en Vermeulen 2006, p. 45 en Autoriteit Financiële Markten 2005, p. 26.

17. Een duidelijk voorbeeld van de werkwijze van hedge funds en de kritiek daarop is de *Stork*-zaak. Hedge funds zetten door middel van pers, advertenties en splitsingsvoorstellen het bestuur onder grote druk om een gezond en goedlopend bedrijf op te splitsen. Uiteindelijk bleek een gang naar de Ondernemingskamer onvermijdelijk. Zie over deze zaak en de beschikking van de Ondernemingskamer: Kroeze en Verbrugh 2007, p. 434-441.

18. Het totale vermogen dat hedge funds tot hun beschikking hebben groeit als gevolg van de kredietcrisis in een beduidend lager tempo dan in eerdere jaren. In juni 2008 bedroeg het totale vermogen \$ 1931 miljard. Zie: HedgeFundResearch 2008, p. 8.

19. Zo belegden pensioenfondsen anno 2003 49% van hun vermogen in aandelen tegen 23% in 1995 en steeg het aandeel van buitenlandse ondernemingen in de aandelenbeleggingen van circa 60% in de periode 1995-1998 naar 80% in 2003. CBS 2004, p. 134-136 en p. 238. In latere CBS-rapportages wordt op dit specifieke punt niet ingegaan.

## HOOFDSTUK 7

De strategie van institutionele beleggers is gebaseerd op de fiduciaire plicht jegens de begunstigen om altijd te handelen in het financieel belang van de begunstigen. Vaak hebben zij een middellange- of langetermijnvisie. Pensioenfondsen hoeven pas na jaren de bij hen verzekerde pensioenen uit te betalen. Dat betekent niet dat zij niet streven naar het behalen van optimale rendementen. Het rendement bepaalt de dekkingsgraad, de betaalbaarheid van pensioenen en bepaalt tevens of de premies moeten worden verhoogd. Het rendement bepaalt daarmee de aantrekkelijkheid van een pensioenfonds ten opzichte van concurrenten.

### 7.3.4 *Strategische en financiële beleggers*

Ook de strategische en financiële beleggers kennen een grote variëteit aan beleggingsdoelen. Hun betrokkenheid bij de vennootschap heeft niet het karakter van een zuivere belegging, maar een strategisch karakter of financieringskarakter. Hierbij is te denken aan families en/of bestuurders die zelf grote deelnemingen in een onderneming bezitten of hun invloed verankeren door allerlei beschermingsconstructies. Een andere mogelijkheid is dat ondernemingen een belang opbouwen om druk uit te oefenen, als eerste stap in de richting van een openbaar overnamebod of juist als bescherming tegen een overnamebod (white knight). Daarnaast valt te denken aan zogenaamde asset strippers die een belang opbouwen om vervolgens via herstructurering of het ‘opknippen’ van de onderneming meerwaarde te creëren. De belegger kan de onderneming van de beurs halen (public to private) of (laten) herstructureren met een doorlopende beursnotering.<sup>20</sup> Ook banken houden aandelen om strategische redenen, meer algemeen nemen ondernemingen belangen in andere ondernemingen.<sup>21</sup> De belangen van al deze verschillende aandeelhouders kunnen gelijk zijn, maar ook conflicterend. Een grootaandeelhouder kan zijn positie gebruiken om meer strategische informatie los te krijgen van de vennootschap en een financiële belegger kan mogelijk conflicterende belangen hebben als hij bijvoorbeeld tevens een lening heeft verstrekt aan de vennootschap.

### 7.3.5 *Kleine particuliere beleggers en belangengroepen*

Zoals uit tabel 7.1 af te lezen is, vormen de particuliere beleggers met 11% een belangrijke groep. Particuliere beleggers beleggen zelf direct in aandelen. Zij beleggen vaak voor de lange termijn en tonen betrokkenheid bij de onderneming. Zij zijn dan ook in groten getale aanwezig op de aandeelhoudersvergadering. Dit

---

20. Deze laatste mogelijkheid wordt PIPE genoemd: Private Investment in Public Equity. Zie: Slagter 2005, p. 259. Bij een PIPE-transactie nemen private equity investeerders een belang in een beursvennootschap. Vervolgens proberen zij het beleid te beïnvloeden en de waarde van de vennootschap te vergroten om op die manier een winstgevende exitmogelijkheid te creëren.

21. In 1999 bedroeg het belang van ondernemingen in andere ondernemingen gemiddeld 10%. Van der Elst 2003, p. 23.

geldt in het bijzonder voor de werknemer-aandeelhouder. De werknemer-aandeelhouder kan met zijn positie als werknemer een ander belang hebben dan de overige particuliere beleggers.<sup>22</sup> De particuliere belegger heeft een duidelijke voorkeur voor Nederlandse fondsen en laat zich voornamelijk beïnvloeden door het actuele nieuws.<sup>23</sup> Bepaalde retailondernemingen hechten sterk aan de mening van deze groep beleggers omdat zij zich soms ook laten leiden door hun belang als consument van de vennootschap.

Belangengroeperingen zoals de Vereniging voor EffectenBezitters (“VEB”) en de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (“VBDO”) treden primair op als vertegenwoordiger van particuliere beleggers. Overige belangengroeperingen, zoals NGO’s, schaffen aandelen aan om in de aandeelhoudersvergadering aandacht voor hun zaak te vragen. Een ontwikkeling van de laatste jaren is dat ondernemingsraden vaker bij de AVA aanwezig zijn en daar met name over beloningsbeleid het woord voeren.<sup>24</sup>

### 7.3.6 Publieke aandeelhouders

De categorie publieke aandeelhouders bestaat op de Nederlandse beurs voornamelijk uit de rijksoverheid. De overheid houdt in enkele ondernemingen een aanzienlijk belang; op het totaal bezit zij een magere 2%.<sup>25</sup> In 2002 zijn in Nederland de beleidsmatige verantwoordelijkheid en het aandeelhouderschap van elkaar gescheiden. De beleidsmatige verantwoordelijkheid blijft liggen bij de vakministeries en de aandeelhoudersrechten worden beheerd door het Ministerie van Financiën.<sup>26</sup> Ondanks deze scheiding zal de staat zich bij het handelen als aandeelhouder laten leiden door het dienen van het publieke belang.<sup>27</sup>

22. Zie: Witteveen 2004, p. 24 e.v.

23. Brown 2007 en Coval en Moskowitz 1999, p. 2045-2073.

24. Een spreekrecht voor de OR in de AVA, dat in de praktijk al regelmatig voorkomt, kan naar de overtuiging van de SER eraan bijdragen dat de belangen van werknemers door de AVA voldoende worden meegewogen. De SER bepleit bij beursvennootschappen voor de OR een spreekrecht in de wet te verankeren bij belangrijke bestuursbesluiten waarbij de AVA goedkeuringsrecht heeft en bij benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen. Voor internationale holdings die aan het hoofd staan van een concern waarvan de werknemers in meerderheid buiten Nederland werkzaam zijn, dient een vrijstelling te gelden van de regeling inzake het spreekrecht. Zie: Sociaal Economische Raad, *Advies Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, 15 februari 2008, <www.ser.nl>.

25. De Staat der Nederlanden is overeenkomstig het laatst gepubliceerde overzicht (augustus 2007) aandeelhouder in 33 kapitaalvennootschappen. Zie voor het overzicht: <www.minfin.nl> → onderwerpen → staatsdeelnemingen.

26. Zie over publieke aandeelhouders: Van der Linde, p. 30-42.

27. In het internationale en nationale debat bestaan zorgen over het (mogelijk) gedrag van de in omvang sterk groeiende Sovereign Wealth Funds (SWF’s), ofwel staatsfondsen. Deze vragen zijn begrijpelijk gegeven het feit dat SWF’s zich onderscheiden van andere financiële partijen. Het meest kenmerkende is dat SWF’s investeringsvehikels zijn van overheden, waarvan sommige er andere opvattingen op na (kunnen) houden, in het bijzonder ten aanzien van de rol van de overheid in de economie. De vrees is dat deze SWF’s zich als aandeelhouders anders opstellen dan wat normaliter van aandeelhouders wordt verwacht. Sommige SWF’s zouden →

## 7.3.7 Welke aandeelhouders hebben baat bij een VGM?

In het voorgaande heb ik laten zien dat elk type aandeelhouder zijn eigen kenmerken en belangen heeft. Onderdeel van deze typering is een bepaalde mate van aandeelhoudersactivisme en betrokkenheid bij de besluitvorming op de AVA. Zo is de eerste groep, de beleggers die gericht zijn op de korte termijn, volatiliteit en inefficiënties, over het algemeen niet betrokken bij de besluitvorming.<sup>28</sup> Dit zal bij een VGM zeer waarschijnlijk niet anders zijn aangezien betrokkenheid bij de besluitvorming hun op korte termijn niets oplevert.

De tweede groep, de grote middellange- en langetermijnbeleggers is op een fysieke vergadering regelmatig aanwezig of vertegenwoordigd. Als een VGM participatie in de besluitvorming goedkoper, tijdsefficiënter en makkelijker maakt, kan de betrokkenheid van dit type aandeelhouder stijgen. Een vertegenwoordiger van de belangengroepering voor institutionele beleggers, Eumedion, acht het aannemelijk dat door een virtuele aandeelhoudersvergadering de opkomst van institutionele beleggers op de vergadering zal stijgen. Daarnaast zijn de mogelijkheden om kosten te besparen<sup>29</sup> en bevestiging van de uitgebrachte stem te krijgen voor Eumedion aanleiding om de ontwikkelingen op dit terrein met meer dan gewone interesse te volgen.

Het derde type aandeelhouder, de strategische en financiële belegger is, op een fysieke vergadering vaak vertegenwoordigd aangezien hij meestal een groot (economisch) belang heeft in of bij de vennootschap. Strategische en financiële beleggers stemmen meestal met het bestuur mee en oefenen hun invloed op de vennootschap veelal op andere wijzen uit dan op de AVA. Ik verwacht in deze groep dan ook weinig veranderingen in de participatie.

De vierde groep, de particuliere beleggers, kan waarschijnlijk sterk profiteren van de mogelijkheid om door middel van de VGM tijdsefficiënt, gemakkelijk en tegen relatief lage kosten te participeren in de besluitvorming. Wanneer een vennootschap overstapt naar een VGM zal de participatiegraad in deze groep beleggers vermoedelijk het sterkst stijgen. De VEB, waar veel particuliere beleggers bij zijn aangesloten, acht het waarschijnlijk dat door gebruikmaking van een virtuele aandeelhoudersvergadering de opkomst van particuliere aandeelhouders kan stijgen.

in hun beleggingsbeleid en aandeelhouderschap politieke motieven kunnen nastreven. Deze politieke motieven zouden kunnen resulteren in acties die conflicteren met de belangen van het land waarin wordt geïnvesteerd. Dergelijke zorgen worden vergroot door de grote en snel groeiende omvang van SWF's en hun beperkte transparantie over aansturing, intenties en investeringsactiviteiten. Zie in dit kader ook de Gezamenlijke notitie van de ministeries van Financiën en Economische Zaken, *Sovereign Wealth Funds*, februari 2008.

28. Een klein deel van de kortetermijnbeleggers is echter zeer actief betrokken bij de besluitvorming en probeert het beleid van de onderneming en de besluitvorming hierover te beïnvloeden. Als voorbeelden van een dergelijke opstelling gelden Centaurus en Paulson bij Stork N.V. en TCI bij ABN-AMRO.
29. Zie in het kader van kostenbesparing door middel van moderne communicatiemiddelen ook het Eumedion Handboek 2008, p. 21.

Ik verwacht bij de laatste groep, de publieke aandeelhouders, weinig verandering in de participatie. Het beperkte aantal deelnemingen van de rijksoverheid en de daarmee gepaard gaande lage kosten van participatie zullen de participatiegraad niet sterk doen stijgen wanneer een vennootschap haar AVA virtueel organiseert.

Het bovenstaande is een verwachting met betrekking tot het stemgedrag van de vijf typen aandeelhouders. Meer dan een beargumenteerde verwachting kan ik als jurist niet uitspreken. Andere disciplines zijn meer geschikt om hardere uitspraken te doen over de te verwachten participatie en stemgedrag van aandeelhouders. Met deze slag om de arm sluit ik af met de stelling dat het aannemelijk is dat geen enkel type aandeelhouder nadeel ondervindt van een VGM en dat diverse typen aandeelhouders baat kunnen hebben bij een VGM.

#### 7.4 Een blauwdruk voor de virtuele aandeelhoudersvergadering

Met de verworven kennis over aandeelhouders in het achterhoofd en de constatering dat diverse typen aandeelhouders baat kunnen hebben bij een VGM, is het tijd de virtuele aandeelhoudersvergadering en de rol van de betrokken partijen nader te bestuderen. Hierbij zal niet in de minste plaats aandacht worden besteed aan onderwerpen die van grote invloed zijn op de corporate democracy. Ik denk hierbij aan informatieverstrekking, discussie, stemming en verantwoording. Uiteindelijk is dan een antwoord te geven op de hoofdvraag van dit hoofdstuk: welke invloed heeft de VGM op de corporate democracy?

##### 7.4.1 Oproeping

Het bestuur, de raad van commissarissen of een ander statutair bevoegd orgaan kan besluiten om een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen. Het is van groot belang dat alle vergadergerechtigden worden opgeroepen. Naast de aandeel- en certificaathouders zijn dit andere stemgerechtigden zoals stemgerechtigde pandhouders of vruchtgebruikers. Daarnaast zouden journalisten en financieel analisten, hoewel officieel geen vergadergerechtigden, toegang tot de vergadering kunnen krijgen. In de praktijk zal op het VGM-platform sprake zijn van een driedeling in gebruikersrechten:

- De eerste categorie noem ik de “*Observers*”. Observers mogen de vergadering vrij volgen en kunnen de stukken inzien maar hebben niet het recht om mee te vergaderen. In deze categorie zullen vooral journalisten en financieel analisten vallen. Zij dienen zich bij een “Administrator” te melden om de Observerstatus te krijgen zodat de vergadering te volgen is. Vennootschappen kunnen er echter ook voor kiezen om elke geïnteresseerde toe te laten op de website en Observerrechten toe te kennen. Deze laatste optie heeft mijn voorkeur omdat elke geïnteresseerde kan zien wat gezegd wordt en hoe de vennootschap zich presenteert. Het toelaten van iedere geïnteresseerde kan een belang-

## HOOFDSTUK 7

rijk onderdeel van het investor relations beleid worden. Een geïnteresseerde is immers een potentiële aandeelhouder. Door het toelaten van alle geïnteresseerden zal de algemene bekendheid van de VGM als AVA sterk kunnen toenemen. Algemene bekendheid met de VGM zal de drempel voor aandeelhouders verlagen om zelf ook mee te discussiëren.

- De tweede categorie noem ik “*Debaters*”. Debaters zijn vergadergerechtigden en kunnen met een persoonlijk controle- en identificatienummer toegang krijgen tot de vergadering. Debaters hebben het recht om deel te nemen aan de vergadering en vragen te stellen aan het bestuur of de RvC. Debaters kunnen niet anoniem aan de discussie deelnemen. Van de vergadering wordt een verslag opgemaakt en voor dat verslag is het belangrijk dat de vragensteller bekend is. Als een Debater zich onfatsoenlijk gedraagt, kunnen zijn bijdragen verwijderd worden. Wanneer de Debater zich onfatsoenlijk blijft gedragen kan ook zijn inlogcode geblokkeerd worden. Debaters hebben niet het recht om te stemmen. Voornamelijk certificaathouders zullen kwalificeren als Debater.
- De derde categorie is die van de stemgerechtigden welke ik de “*Voters*” noem. Voters hebben dezelfde rechten en plichten als Debaters maar hebben daarnaast het recht om te stemmen. Voterrechten zijn de gebruikersrechten met de meeste bevoegdheden en slechts aandeelhouders en andere stemgerechtigden kwalificeren als Voter.

Bij de oproeping voor de vergadering is het belangrijk dat het voor degene die wordt opgeroepen duidelijk is in welke categorie hij valt en welke rechten daaraan verbonden zijn. Wat de oproeping betreft kan een onderscheid worden gemaakt tussen de oproeping bij een BV en een NV.

Een van de kenmerken van een BV is dat er een aandeelhoudersregister wordt bijgehouden en dat de BV bekend is met de identiteit van de aandeelhouders. Als eenmaal statutair is vastgelegd dat een aandeelhoudersvergadering virtueel verloopt, kunnen de aandeelhouders per e-mail worden opgeroepen. Het is dan wel noodzakelijk dat de vennootschap over een volledig en up-to-date adressenbestand beschikt.<sup>30</sup> In het e-mailbericht worden aandeelhouders uitgenodigd om binnen een bepaalde periode de site te bezoeken, kennis te nemen van de stukken, mee te vergaderen en te stemmen. Het e-mailbericht gaat vergezeld van een inlogcode of inloglink<sup>31</sup> waarmee de aandeelhouder in kan loggen op het VGM-platform.

Ook de NV kent een aandeelhoudersregister maar hierin zijn slechts de namen opgenomen van aandeelhouders op naam. Deze aandeelhouders worden opgeroepen door middel van oproepingsbrieven of e-mails. De identiteit van de houders van aandelen aan toonder is de NV echter niet (volledig) bekend. De oproeping van deze aandeelhouders geschiedt daarom per landelijk dagblad of, indi-

---

30. Net als bij een fysieke vergadering zullen aandeelhouders er bij de virtuele vergadering zorg voor moeten dragen dat de vennootschap over hun actuele (e-mail)adres beschikt.

31. Zie hoofdstuk vijf voor de rechtstechnologische aspecten van inlogcodes en dergelijke.



en dit statutair mogelijk is, via een aankondiging op de website. Afschaffing van toonderaandelen is voor een VGM aldus niet noodzakelijk. Wel is het voor een VGM noodzakelijk dat de vennootschap voor het verzenden van de inloggegevens over de gegevens van aandeelhouders beschikt.<sup>32</sup> Dit doet afbreuk aan het toonderkarakter van aandelen aangezien houders van toonderaandelen geen volledige anonimiteit genieten. Na (de peildatum voor) de vergadering zal het aandeelhoudersbestand door transacties veranderen waardoor de anonimiteit voor een groot deel hersteld wordt. Er blijft op dit punt aldus een verschil bestaan tussen aandelen op naam en aandelen aan toonder.

Vaststelling dat iemand daadwerkelijk aandeelhouder is, geschiedt in Nederland op twee manieren, te weten deponering van de aandelen bij een bank of door middel van een registratiedatum.<sup>33</sup> Aandeelhouders krijgen een brief met een code die hun toegang geeft tot het zwaar beveiligde VGM-platform. Deze brief kan uiteraard vervangen worden door een e-mail mits de banken beschikken over een actueel e-mailadres. Het lijkt mij dat het verkrijgen van zulke informatie binnen de Know-Your-Customer regels zouden kunnen passen.<sup>34</sup>

#### 7.4.2 Informatiebronnen

Om het overleg, de discussie en de stemming efficiënt en zinvol te laten zijn, is het van groot belang dat alle leden die aan het overleg deelnemen laagdrempelige toegang hebben tot de juiste informatie. Deze informatie kan door externe diensten, de vennootschap en andere aandeelhouders worden verschaft. Ik zal enkele opmerkingen maken over deze drie groepen van informatiebronnen.

Ik begin met de groep externe informatiebronnen. Hiermee bedoel ik alle andere bronnen dan de vennootschap of haar aandeelhouders. Ik denk hierbij in het bijzonder aan Euronext, AFM, centrale bank, regering, persbureaus, beurs- en bankanalisten en de financiële pers. Deze bronnen kunnen informatie bekendmaken die voor aandeelhouders van groot belang kan zijn. Bij de eerste vier genoemde bronnen zal deze informatie een meer officieel karakter hebben. Bij de laatste drie bronnen kan deze informatie ook speculatief van aard zijn. Dit doet

32. In hoofdstuk 3 is reeds geconstateerd dat het verstrekken van de relevante gegevens van aandeelhouders weliswaar *common practise* is maar vooralsnog niet verplicht is. Zie paragraaf 10.3.2 voor een mogelijke regeling waardoor het verstrekken van aandeelhoudersgegevens verplicht wordt.

33. Door de deponering zijn de aandelen tot na de vergadering niet te vervreemden. Deze blokkering geschiedt veelal een week van tevoren en wordt na de vergadering opgeheven. Blokkering van aandelen is bepaald niet aandeelhoudersvriendelijk maar wordt desalniettemin toegepast om zekerheid te verkrijgen dat degene die zijn aandelen laat blokkeren deze aandelen ook houdt op het moment van de AVA. Aandeelhouders krijgen van hun bank een brief waarin staat hoeveel aandelen er gedeponerd zijn. Zie voor een uitgebreide beschrijving van de deponering, peildata en mijn pleidooi voor een verplichting tot toepassing van de registratiedatum paragraaf 3.7.

34. Zie: Kaspersen en Stuurman 2001, p. 111.

## HOOFDSTUK 7

echter niets af aan de waarde van deze informatie voor aandeelhouders. Voor aandeelhouders kan de verschaft informatie aanleiding zijn om hierover het bestuur of de RvC te bevragen. Het bestuur kan op extern verschaft informatie reageren met een persbericht. De externe informatiebronnen zijn bijzonder relevant voor de koersvorming van het aandeel.

De tweede groep bronnen van informatie is berichtgeving van de vennootschap zelf. Te denken valt aan jaarrekeningen, agenda en voorstellen voor de AvA, winstwaarschuwingen en andere persberichten. De vennootschap kan tot het naar buiten brengen van informatie verplicht zijn op grond van een wettelijke bepaling of regeling. Een deel van de informatievoorziening kan echter vrijwillig geschieden. Ik denk hierbij bijvoorbeeld aan een duurzaamheidsverslag.<sup>35</sup> Informatie van de vennootschap is voor aandeelhouders belangrijk aangezien deze informatie het officiële standpunt van de vennootschap verwoordt. Dit is niet alleen essentieel voor het verloop van de AVA maar ook voor de koersvorming van een aandeel.

De laatste groep bronnen van informatie is informatie van andere aandeelhouders. Aandeelhouders zouden elkaar informatie kunnen doen toekomen. Dit kan door het plaatsen van bijdragen op het bulletinboard maar ook door het (elektronisch) toezenden van stukken. Aandeelhouders hebben behoefte aan actuele en accurate informatie. Deze informatie kan namelijk invloed op de beurskoers hebben. Ook wanneer een aandeelhouder beschikt over niet ontsloten informatie kan hij, afhankelijk van eventuele geheimhoudingsverplichtingen, ervoor kiezen om deze informatie eerst bekend te maken zodat er daarna zonder voorkennis gehandeld kan worden.<sup>36</sup> Ook nu verschaffen aandeelhouders elkaar informatie. Ze wijzen elkaar op persberichten en doen nader onderzoek in de hoop de koersvorming van het aandeel te kunnen voorspellen. Websites waarop aandeelhouders onderling communiceren mogen zich dan ook in een groot aantal bezoekers per dag verheugen.<sup>37</sup> Op deze sites geven beleggers elkaar aan- en verkoopadviezen maar wordt ook aandacht besteed aan het beleid van de onderneming. Beleggers wijzen elkaar op informatie en beargumenteren waarom een bepaalde stembeslissing zou moeten worden genomen.

De informatie die afkomstig is uit de drie hiervoor besproken bronnen kan elektronisch worden weergegeven. Hierdoor kan de informatie goedkoper, sneller en doelgerichter bij de geïnteresseerde aandeelhouders terechtkomen. De website van de vennootschap kan hierin een belangrijke rol spelen door overzichtelijk de

---

35. Zie Lambooy 2006, p. 92-98.

36. Dit is de ideale situatie. Een andere mogelijkheid is dat de aandeelhouder eerst handelt (met voorkennis) en daarna de informatie publiek maakt of laat maken zodat de door hem verwachte koersbeweging zich voordoet. Hoe dan ook: de aandeelhouder heeft er belang bij dat de nog niet ontsloten informatie op enig moment publiek wordt gemaakt.

37. Enkele bekende fora zijn: <[www.ix.nl](http://www.ix.nl)>, <[www.investor.nl](http://www.investor.nl)>, <[www.belegger.nl](http://www.belegger.nl)> en <[www.blikopdebeurs.com](http://www.blikopdebeurs.com)> Via deze sites zijn ook de bezoekersstatistieken te raadplegen.

informatie van de vennootschap en de bijdragen van aandeelhouders tijdens de VGM weer te geven. Wanneer de weergave van vennootschapsinformatie snel, accuraat en volledig is, zal de site van de vennootschap ook buiten de vergaderingen om veelvuldig bezocht worden. Vanuit het oogpunt van investor relations is dit zeer interessant. Vennootschappen kunnen ervoor kiezen om een question & answer (“Q&A”) database op te nemen. Hierdoor zullen veel vragen die bij aandeelhouders leven beantwoord zijn. Het opzetten van een dergelijke Q&A database vergt nauwelijks een investering aangezien voor vrijwel elke grote AVA er nu reeds een Q&A-handboek wordt opgesteld om ook lastige vragen adequaat te kunnen beantwoorden.<sup>38</sup>

Er kan over gediscussieerd worden of een vennootschap het gehele jaar haar website open zou moeten stellen voor discussie door aandeelhouders. Een argument pro openstelling is dat aandeelhouders op elk moment feedback kunnen geven op berichten van het management van de vennootschap. Deze feedback kan cruciaal zijn voor het inschatten van de reacties van de markt op ondernemingsbeslissingen.<sup>39</sup> Verder kan de expertise van het management door deze kennisuitwisseling toenemen waardoor het zijn eigen positie tevens beschermt. Indien de aandeelhouders het management in zijn beleid steunen, biedt dit een bepaalde mate van bescherming tegen het “in play” raken van de vennootschap. De vennootschap en de met haar verbonden onderneming is niet gebaat bij een publiek dispuut tussen belangrijke aandeelhouders en het bestuur/RvC. Dergelijke geschillen leiden de aandacht van het management af en kunnen, indien de onzekerheid over de toekomst van de vennootschap te lang duurt, leiden tot verloop van belangrijk personeel en klanten. Bestuur en RvC zullen mogelijke conflicten proberen te voorkomen door de dialoog met aandeelhouders aan te gaan, die mogelijk via de website van de vennootschap zou kunnen verlopen.<sup>40</sup>

Een argument contra continue openstelling voor discussie is dat openstelling extra verantwoordelijkheden voor de vennootschap met zich meebrengt. Aangezien deze discussie zich af zou spelen op de website van de vennootschap zal, de vennootschap hier controle op willen en moeten uitoefenen. Vennootschappen zullen proberen te voorkomen dat er onvolledige, onwaarachtige of dubieuze informatie op hun website komt te staan. De vennootschap draagt immers ten dele de verantwoordelijkheid voor de juistheid en volledigheid van de informatie die daar te vinden is. Het controleren brengt hoge kosten en tijdsinvesteringen met zich mee doordat de bijdragen op de website voortdurend gecheckt moeten wor-

38. Bottomley 2003, p. 10. Daarnaast is dit ook de praktische ervaring van de auteur als AVA-bezoeker, al dan niet namens de VEB. Zodra er echt lastige vragen worden gesteld, wordt er een voorbereid antwoord voorgelezen.

39. Momenteel tracht het management om feedback tijdens ontmoetingen met institutionele beleggers en analisten te verkrijgen. Hierbij rijzen al snel issues met betrekking tot voorwetenschap omdat bij dergelijke gesprekken de kans aanwezig is dat niet-openbare informatie aan een beperkt aantal beleggers ontsloten wordt.

40. Zie over strategieën om het in play raken te voorkomen: Strik 2007, p. 230-236.

## HOOFDSTUK 7

den. Ook kan het voor investeerders niet duidelijk zijn of de informatie afkomstig is van de vennootschap of van andere aandeelhouders. Dit zou onder omstandigheden misleidend kunnen zijn en eventueel tot aansprakelijkheid van de vennootschap kunnen leiden. Als de forumdiscussie plaatsvindt op de website van de vennootschap zal de vennootschap als eigenaar en beheerder van deze website ook als forumbeheerder optreden. De vennootschap heeft hiermee de mogelijkheid om te voorkomen dat er onvolledige, onwaarachtige of dubieuze informatie op haar website komt te staan. Het standaard exonatiebeding op websites (disclaimer) beschermt slechts tegen claims van gebruikers naar de forumbeheerder toe. Bij andere situaties, bijvoorbeeld indien een derde meent dat hij beledigd is door datgene wat er in het forum over hem wordt gezegd, kan de forumbeheerder zich niet exoneren met een beroep op de disclaimer.<sup>41</sup> De vennootschap is als forumbeheerder verantwoordelijk voor datgene wat er op het forum staat. Een dergelijk aansprakelijkheidsrisico is dan ook een argument contra continue openstelling. Bij een tijdelijke openstelling loopt de vennootschap uiteraard dezelfde risico's maar zijn de kosten om het VGM-platform te monitoren door de beperkte openstelling vele malen lager.

Een ander argument contra continue openstelling is dat (potentiële) aandeelhouders ook terecht kunnen voor discussie op beursforums. Daarnaast rijst een heel scala aan praktische vragen zoals de vraag wie tot de website toegelaten moet worden. Gezien voorgaande argumenten verdient het mijn inziens niet de voorkeur dat een vennootschap haar website het gehele jaar openstelt voor discussie door aandeelhouders.

### 7.4.3 *Discussie en verantwoording*

Eerder in dit hoofdstuk is geconstateerd dat onderling overleg een belangrijke pijler is van een goede corporate democracy. Aandeelhouders moeten adequate mogelijkheden hebben om medeaandeelhouders te informeren en met hen van gedachten te wisselen over allerhande onderwerpen aangaande de ondernemingsactiviteiten. Het is in mijn visie dan ook noodzakelijk dat aandeelhouders niet alleen via de publieke forumdiscussie in contact kunnen treden, maar dat ze elkaar ook individueel via het VGM-platform kunnen benaderen. Uiteraard kunnen aandeelhouders ook met elkaar communiceren via e-mail of telefoon. De mogelijkheid om via het platform '*private messages*' naar elkaar te verzenden zou mijns inziens daarnaast een nuttige functionaliteit zijn. Indien aandeelhouders niet de mogelijkheid zouden hebben om via private messages met elkaar in contact te treden, gaan ze er in vergelijking met een fysieke AVA qua overlegmogelijkheden op achteruit. Op een fysieke AVA hebben aandeelhouders immers ook de mogelijkheid om privé overleg te plegen voor, tijdens of na de AVA.

Op een VGM is het niet mogelijk om een bestuurder face to face ter verantwoording te roepen. Donner, voormalig Minister van Justitie, zag hierin aanleiding om

---

41. Zie: Engelfried 2008, p. 3.

de VGM vooralsnog niet wettelijk te faciliteren. Hoewel het ter verantwoording roepen een belangrijke functie is van de AVA, moeten de fysieke mogelijkheden hier toe niet overdreven worden. Bestuurders en commissarissen treden tijdens de huidige AVA slechts beperkt in debat met aandeelhouders door het stellen van vragen te beperken en discussies in de kiem te smoren. Hierbij wordt niet zelden een beroep gedaan op de beperkte vergadertijd. Dit alles gebeurt meestal binnen de grenzen van het redelijke, maar beperkt zeker de mogelijkheid om het bestuur ter verantwoording te roepen. Daarnaast wordt het ter verantwoording roepen bemoeilijkt door het beperkte percentage van het ter vergadering aanwezige kapitaal of aandeelhouders. Dit is belangrijk aangezien de aanwezige aandeelhouders het bestuur ter verantwoording kunnen roepen en de ter vergadering vertegenwoordigde aandeelhouders dit niet kunnen.<sup>42</sup> Een VGM zou een etmaal of langer kunnen duren waardoor geen sprake is van een beperkte vergadertijd. Verder lijkt het mij waarschijnlijk dat de VGM een hoger percentage ter vergadering aanwezig (in plaats van ter vergadering vertegenwoordigd) kapitaal kent. Ik acht het dan ook zeer aannemelijk dat het ter verantwoording roepen op een VGM effectief kan gebeuren.

Van het verloop van een aandeelhoudersvergadering wordt regelmatig verslag gedaan in de pers. Zeker bij delicate onderwerpen, zoals het bezoldigingsbeleid van bestuurders, kan het 'mediaeffect' van een daarover gestelde vraag groot zijn. Het lijkt mij dat het 'mediaeffect' van een op de VGM gestelde vraag minder groot is dan een op een fysieke AVA gestelde vraag. Hoewel journalisten met Observerrechten de vergadering goed kunnen volgen, acht ik de kans groot dat als gevolg van het ontbreken van lichaamstaal het mediaeffect beperkter zal zijn. De ervaring zal moeten uitwijzen of het mediaeffect daadwerkelijk verandert.

Om de discussie op een VGM voor elke aandeelhouder begrijpelijk te houden is de taalkeuze van groot belang. In Europees verband wordt nagedacht over eventuele regelgeving voor de taal van vergaderdocumenten.<sup>43</sup> Taalkeuze is een beladen onderwerp.<sup>44</sup> Buiten de exclusieve keuze voor één taal zijn er meer opties om de vergadering voor elke aandeelhouder begrijpelijk te houden. Een optie is om aandeelhouders bij het inloggen een keuze te laten maken uit twee beschikbare talen, zodat ze daarna alle vergaderstukken en discussies in de door hen geprefe-

42. Uiteraard kan de vertegenwoordiger ook worden geïnstrueerd om het bestuur ter verantwoording te roepen, maar in Nederland is de praktijk dat vertegenwoordigers de stemmen reeds voorafgaand aan de AVA uitbrengen of veelal een student volmachtigen om de stemmen uit te brengen.

43. Zie bijvoorbeeld het consultatiedocument Shareholders' Rights III 2007 en de reacties die hierop gekomen zijn. De reacties waren op het punt van de taalkeuze redelijk eensgezind om het aantal talen op de AVA te beperken tot twee: de taal van het land van incorporatie en de taal die in het internationale zakenleven gangbaar is (Engels).

44. Zie bijvoorbeeld de discussie die losbarstte op de AVA van de ING Groep N.V. van 25 april 2006 toen werd voorgesteld om het jaarverslag voortaan alleen in het Engels te drukken en het Engels de voertaal op de AVA te laten zijn. Zie voor het (Nederlandse) verslag van de vergadering: <www.ing.com>.

## HOOFDSTUK 7

reerde taal zien. Een andere optie is om twee talen naast elkaar te laten bestaan en aandeelhouders de mogelijkheid te geven om voor een bepaalde bijdrage een snelle vertaling aan te vragen. Taalkeuze lijkt mij geen onderwerp voor een wetgever. In sommige landen stellen beurzen of toezichthouders eisen aan de taalkeuze. Naar mijn mening zijn vennootschappen prima in staat om op basis van hun aandeelhoudersbestand een weloverwogen keuze te maken voor één of meer talen. Met Klein Wassink ben ik van mening dat de taalkeuze berust bij de AVA.<sup>45</sup>

De virtuele aandeelhoudersvergadering kan een aantal belangrijke drempels verlagen die aandeelhouders bij een fysieke vergadering zouden kunnen ervaren. Uit onderzoek blijkt dat aandeelhouders zich voornamelijk van participatie laten afhouden door de tijdsinvestering, de gebrekkige informatievoorziening en de kleine invloed.<sup>46</sup> Bij een VGM zullen de reiskosten afwezig zijn en zal de vergadertijd flexibeler kunnen worden ingezet en waarschijnlijk ook beperkter zijn.<sup>47</sup> Door de lage kosten kunnen het discussieforum en de Q&A-databases een waardevolle rol vervullen in het verspreiden van informatie. De invloed van aandeelhouders kan sterk toenemen doordat ze hun rechten beter kunnen effectueren. De lage kosten in combinatie met duidelijke procedures en uitgebreide informatievoorziening kunnen voor een hoge opkomst en een evenwichtiger representativiteit zorgen. Hierdoor kan de kwaliteit van het debat groot zijn. Het oude ideaalbeeld van besluitvorming op de AVA als vrucht van onderling overleg kan door de VGM beter worden gerealiseerd dan door de fysieke vergadering.

### 7.4.4 Stemmenverwerving

Aandeelhouders kunnen elkaar op het VGM-forum overtuigen om op een bepaalde wijze te stemmen. Aandeelhouders zullen waarschijnlijk in het bijzonder aandacht schenken aan het stemadvies van het bestuur, grootaandeelhouders, belangenorganisaties en financieel analisten. Maar ook een goed beargumenteerde stemstrategie van een kleinere aandeelhouder zal waarschijnlijk op interesse en navolging kunnen rekenen.

Naast het verkrijgen van stemmensteun tijdens de AVA is het onder omstandigheden ook mogelijk om steun te verwerven voorafgaand aan de AVA. Hiermee bedoel ik niet het verwerven van volmachten<sup>48</sup> (beter bekend als “proxy solicitation”) maar het verzenden van informatie om steun te verwerven voor een bepaald standpunt.

---

45. Klein Wassink 2000, p. 221.

46. Communicatiekanaal Aandeelhouders 2004, p. 4 e.v.

47. Het volgen van de discussie tijdens een VGM kost ook tijd maar het is aannemelijk dat het rendement van de tijdsinvestering bij een VGM hoger zal liggen doordat een aandeelhouder zijn vergadertijd flexibel in kan zetten. Zie uitgebreid hoofdstuk zes.

48. Zie over proxy solicitation: Koelemeijer 1996, p. 21 e.v. en Maeijer 1995, p. 119 e.v. Zie over de Amerikaanse toepassing van proxy solicitation: Van Ginneken 1998, p. 134-141 en paragraaf 8.2.4 en verder.

Indien een vennootschap is aangesloten bij het Communicatiekanaal Aandeelhouders, kunnen aandeelhouders ongeveer twee maanden voorafgaand aan de AVA bij de vennootschap een verzoek indienen om via het Communicatiekanaal informatie aan andere aandeelhouders te zenden.<sup>49</sup> Op de verzendregistratiedatum stellen banken vast wie aandeelhouder is en welke aandeelhouders zich hebben aangemeld voor het Communicatiekanaal. Deze datum ligt enkele weken voorafgaand aan de AVA. De geïnteresseerde aandeelhouders krijgen van de vennootschap en/of aandeelhouders informatie toegezonden. Deze informatie kan hen overtuigen op een bepaalde manier hun stem uit te brengen. Aan het verzenden van informatie via het Communicatiekanaal kleven echter verschillende bezwaren. Een van deze bezwaren is dat de informatie gestuurd wordt naar aandeelhouders die op de peildatum niet meer stemgerechtigd hoeven te zijn. Ook is het mogelijk dat de stemgerechtigden niet bereikt worden omdat ze op de verzendregistratiedatum nog geen aandeelhouder waren. Daarnaast is deze procedure kostbaar en redelijk omslachtig.<sup>50</sup>

Ook door middel van een goed werkend systeem van proxy solicitation kan de steun van aandeelhouders verworven worden. Het verschil tussen proxy solicitation en het Communicatiekanaal zit voornamelijk in de mogelijkheid om volmachten te verwerven. De Verenigde Staten kennen in veel gevallen een verplicht systeem van proxy solicitation. Mede dankzij dit systeem van werven van volmachten (al dan niet verworven door de vennootschap) wordt er op gemiddeld 85% van de uitstaande aandelen gestemd.<sup>51</sup> De nadelen van proxy solicitation zijn dat de verstrekte volmachten niet gebaseerd zijn op enige gedachtewisseling op de AVA en daarnaast veelal blanco zijn. Bij een VGM zijn de voordelen van proxy solicitation, zoals een hoog percentage uitgebracht stemmen en gemak voor de aandeelhouder, aanwezig maar zijn de nadelen hiervan afwezig. Alhoewel proxy solicitation als zodanig door een VGM-platform niet mogelijk wordt, kan door het overtuigen van aandeelhouders eenzelfde stemmensteun verworven worden.

49. Zie paragraaf 2.8.3 over het Communicatiekanaal en de diverse procedures.

50. Om de geschetste problemen te voorkomen en het verzenden van informatie goedkoper en effectiever te laten verlopen, is het mijns inziens raadzaam om de verzendregistratiedatum en de peildatum op dezelfde dag te laten vallen. Door middel van dezelfde computerrun wordt alsdan het aandeelhouderschap en de stemgerechtigdheid vastgesteld. Twee dagen na deze computerrun zouden aandeelhouders dan informatie van vennootschap en andere aandeelhouders opgestuurd kunnen krijgen. Deze informatie zou gezien de tijds- en kostenbesparing, bij voorkeur via e-mail verzonden kunnen worden. Wanneer een aandeelhouder eigen informatie aan de mailing van de vennootschap wil toevoegen, dient hij vier weken voor de peildatum een verzoek hiertoe aan de vennootschap te doen. Dit verzoek en de te verzenden informatie dienen aan bepaalde minimumeisen te voldoen. De eisen die het Communicatiekanaal hanteert, lijken mij zeer redelijke criteria. Zie over de gehanteerde criteria: Van Ginneken 1999, p. 404-410.

51. Het gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen op de AVA 2005 van vennootschappen die zijn opgenomen in de belangrijkste beursindex van Nederland is 33%, Duitsland 46%, Australië 50%, Frankrijk 58%, Verenigd Koninkrijk 58%, Zwitserland 61% en de Verenigde Staten 85%. Zie: Manifest 2005, p. 15.

## HOOFDSTUK 7

### 7.4.5 *De stemprocedure*

Het stemmen in een VGM vindt plaats op een afgezonderd gedeelte van de website. Dit gedeelte is slechts door Voters in een afgebakende stemperiode toegankelijk. Deze periode kan een aantal uur maar ook een aantal dagen zijn. Het is aan de vennootschap om dit statutair dan wel reglementair vast te leggen. De stemperiode zou uit het oogpunt van efficiëntie moeten aansluiten op of gelijktijdig zijn met de periode dat aandeelhouders met elkaar of het bestuur discussiëren. Het virtuele stemlokaal dient overzichtelijk en goed bereikbaar te zijn vanuit de discussieruimte. Wanneer aandeelhouders bij het betreden van de VGM-website zich hebben gelegitimeerd door middel van een inlogcode zou dit in principe niet opnieuw vereist moeten zijn bij het stemlokaal. Dit zou anders kunnen zijn wanneer het niet opnieuw legitimeren afbreuk doet aan de beveiliging van de VGM.

Op het VGM-platform kan gestemd worden omtrent elk agendapunt. Dit kunnen voorstellen van het bestuur betreffen maar ook ingevolge artikel 2:114a BW door aandeelhouders ingebrachte moties. Daarnaast zou het bestuur de aandeelhouders kunnen verzoeken om een adviserende stem uit te brengen op een bepaald voorstel. Het bestuur kan een dergelijke stemming c.q. poll gebruiken om advies van aandeelhouders te vergaren en inzicht in hun wensen te krijgen. Dit kan erg waardevol zijn en kan waardevernietigende beslissingen voorkomen of de impact ervan beperken.

Stemgerechtigden brengen de stem uit door het aanvinken van ‘eens’, ‘oneens’ of ‘blanco’. Een aandeelhouder kan via een automatisch gegenereerde e-mail direct bevestiging van zijn uitgebrachte stem krijgen. Indien de stem voor een achterman wordt uitgebracht kan de gevolmachtigde door middel van de e-mail aantonen dat hij zijn taak adequaat heeft uitgevoerd. Indien gewenst kan het VGM-platform zo worden ingericht dat een aandeelhouder, die geen tijd heeft om zich een mening te vormen over de stempunten, kan aangeven dat hij wenst te stemmen overeenkomstig de aanbevelingen van het bestuur. Het is dan wel zo hoffelijk om aandeelhouders ook de optie te geven te stemmen overeenkomstig de aanbevelingen van institutionele beleggers, belangengroeperingen of andere partijen, mits deze partijen hun analyse en stemstrategie vermelden. Ik ben van mening dat een eenmaal uitgebrachte stem te herroepen is tot het moment dat de stemming sluit.<sup>52</sup> Het uitbrengen van een stem is een eenzijdige rechtshandeling die geaccepteerd moet worden. Een stem is mijns inziens dan ook pas definitief als de stemming gesloten is. Tot die tijd is een stem herroepbaar. Een aandeelhouder kan, door de mogelijkheid om zijn stem te herroepen, datgene wat op de discussie naar voren is gebracht, meenemen in zijn finale stembeslissing. Op een fysie-

---

52. Mijns inziens wordt ten onrechte in de MvT bij de Wet elektronische communicatiemiddelen bepaald dat een voorafgaand aan de vergadering uitgebrachte stem via een elektronisch communicatiemiddel niet herroepbaar is. Kamerstukken II 2004/05, 30019, nr. 3, p. 10. Zie uitgebreid paragraaf 2.8.4.



ke vergadering is het meestal ook mogelijk om de uitgebrachte stem te herroepen totdat de stemming gesloten is. Zo maakt een groot aantal beursvennootschappen op de AVA gebruik van stemkastjes waarbij de stem tot op het moment van sluiting van de stemming veranderd kan worden.

Eventueel zou aan elke Debater en Voter een persoonlijke pagina kunnen worden gegeven. Hierop wordt weergegeven welke reacties een Debater of Voter gepost heeft en wordt hij geattendeerd op eventuele (nieuwe) respons hierop. Verder zou zijn stemgeschiedenis duidelijk kunnen worden weergegeven. Een uitsnede van zijn stemgeschiedenis kan voor intermediairs nuttig zijn daar ze hiermee aan hun opdrachtgevers kunnen laten zien dat en op welke wijze zij hun opdracht hebben vervuld. Een Debater of Voter zou op zijn persoonlijke pagina tevens kunnen aangeven in welke agenda- of discussiepunten hij geïnteresseerd is en een e-mailnotificatie instellen zodat hij geattendeerd wordt wanneer er bij deze agendapunten nieuwe informatie wordt gepost.

Een volledige virtueel georganiseerde aandeelhoudersvergadering kent waarschijnlijk een beperktere graad van sociale controle dan een fysieke vergadering. De gebrekkige sociale controle zou mogelijk kunnen leiden tot irrationeel gedrag en uitkomsten. Dit mogelijke probleem spitst zich toe op de vraag of men vanachter de computer vaker tegen stemt dan wanneer men lijfelijk aanwezig is. Het is moeilijk hier een oordeel over te vellen maar vooralsnog zie ik geen reden om dit te veronderstellen. Ik baseer dit op de resultaten van het onderzoek van Van den Hoek naar het Communicatiekanaal.<sup>53</sup> Hierin kwam naar voren dat de via het kanaal uitgebrachte stemmen, waarbij men evenmin fysiek aanwezig is, in het algemeen een constante en solide steun opleverden voor bestuursvoorstellen.

#### 7.4.6 *Shareholder rights manager*

Met het handhaven van de orde en het naleven van alle procedurele regels is de voorzitter van de vergadering belast. Wanneer de orde of de procedurele regels niet goed worden gehandhaafd, kan een onoverzichtelijke of zelfs chaotische vergadering het gevolg zijn. Daarnaast speelt de voorzitter een belangrijke rol in het boeiend houden van de vergadering.<sup>54</sup> De voorzitter van de vergadering is vrijwel altijd een lid, vaak de president, van de raad van commissarissen. Bij een virtueel georganiseerde vergadering zal de uitoefening van de functie van voorzitter veranderen. Bij een VGM kan de voorzitter beslissen om de bijdrage van een bepaalde persoon niet weer te geven of hem de toegang tot de website te ontfemen. Hiermee kunnen effectief onfatsoenlijke en onredelijke opmerkingen worden ver-

53. Van den Hoek 2002, p. 7.

54. Het is de praktische ervaring van de auteur dat bepaalde commissarissen het lastig vinden om hun taak als "talk-master" naar genoegen te vervullen en de zaal goed aan te voelen. Dit is niet geheel onlogisch. Commissarissen zijn benoemd omdat ze een expert zijn in hun belangrijkste taak, namelijk toezicht houden op het bestuur. Dit wil niet zeggen dat ze ook een goede talk-master zijn. Daarvoor zijn immers heel andere vaardigheden vereist.

## HOOFDSTUK 7

wijderd. Dit zou echter een belangenconflict kunnen opleveren wanneer opmerkingen over de RvC worden gemaakt. Het gevaar zit erin dat deze opmerkingen lichtvaardig worden verwijderd. Momenteel gebeurt het ook regelmatig dat een bepaalde vragensteller door de voorzitter de mond wordt gesnoerd, maar dan is de gehele vergadering (inclusief aanwezige journalisten) hiervan getuige. In een virtuele omgeving kunnen de bijdragen van een lastige vragensteller echter geruisloos worden verwijderd en ziet geen andere aandeelhouder de gemaakte en verwijderde opmerking meer. De verleiding van het lichtvaardig verwijderen van opmerkingen speelt niet alleen bij de RvC. Het kan sowieso lastig zijn om objectief te bepalen welke opmerkingen wel, en welke opmerkingen niet door de beugel kunnen. Het is echter wel cruciaal dat deze afweging objectief en onpartijdig wordt gemaakt aangezien het lichtvaardig verwijderen van opmerkingen een bron kan zijn van juridische procedures omdat de vragensteller zich in zijn aandeelhoudersrechten aangetast voelt.

Om mogelijke belangenconflicten te voorkomen zouden vennootschappen kunnen besluiten om een “*shareholder rights manager*” (“SRM”) aan te stellen.<sup>55</sup> De SRM kan belast worden met alle technische en organisatorische procedures met betrekking tot de vergadering. De SRM bewaakt in feite het level playing field. Verder zorgt hij ervoor dat de VGM efficiënt verloopt en enigszins onderhoudend blijft. Hij ziet erop toe dat ruim aandacht wordt besteed aan zaken die voor aandeelhouders belangrijk zijn, zoals systeembeveiliging, databescherming en het daadwerkelijk door het bestuur beantwoorden van aan hen gestelde vragen. Daarnaast kan de SRM road shows of investor meetings organiseren zodat bestuurders tevens op een meer informele manier face to face contact kunnen hebben met aandeelhouders. Aandeelhouders kunnen de SRM periodiek kiezen uit een lijst van kandidaten die door het bestuur is opgesteld. In het benoemingsbesluit kunnen tevens het salaris en de andere uitgaven van de SRM gedetailleerd worden vastgelegd. De bezoldiging en uitgaven van de SRM komen voor rekening van de vennootschap. Met het aanstellen van een SRM wordt een (schijn van) belangenverstremming voorkomen. De vennootschap huurt immers een onafhankelijke expert in waarmee aansprakelijkheid van de vennootschap of haar commissarissen voor onder andere het (lichtvaardig) verwijderen van bijdragen wordt voorkomen. Het aanstellen van een SRM zal verre van goedkoop zijn maar een vennootschap betaalt nu ook fors aan de investor relations managers, de organisatoren van aandeelhoudersvergaderingen en eventueel op de AVA aanwezige nota-

---

55. Zie: Zetzsche 2005b, p. 56. Hoewel Zetzsche en ik de term ‘SRM’ voor een soortgelijk figuur gebruiken, is er een aantal belangrijke verschillen waar te nemen. Zetzsche laat in feite de SRM plaatsnemen op de stoel van de voorzitter van de vergadering door hem vergaande beslissingsbevoegdheden toe te kennen. Ik zie de rol van de SRM beperkt tot het technisch en organisatorisch faciliteren van de VGM. Een ander verschil is de wijze van voordracht tot benoeming. Zetzsche acht de AVA het meest geschikte orgaan om kandidaten voor te dragen en te benoemen waar ik juist het bestuur de voordracht laat doen en de AVA laat benoemen. Een andere belangrijk verschil is dat Zetzsche wel voorstander is van een continu geopend discussieplatform.

rissen of andere inspecteurs. Verder financiert ze road shows en jaarlijkse en buitengewone AVA's. Veel van deze voorzieningen zullen (gedeeltelijk) nutteloos worden. De kosten van een SRM en VGM vertegenwoordigen aldus voor een belangrijk deel geen nieuwe maar verplaatste kosten. Een persoon zou slechts dan als SRM kunnen worden benoemd indien deze beschikt over ervaring en kennis omtrent de gang van zaken op een AVA en VGM en indien deze persoon door alle partijen als onpartijdig kan worden gezien.

In een eerdere publicatie<sup>56</sup> heb ik verdedigd dat een SRM de hierboven beschreven rol zou moeten vervullen om mogelijke belangenverstrengelingen te voorkomen. Na deze ideeën met een aantal partijen<sup>57</sup> uit de markt te hebben besproken, denk ik hier nu anders over. De volgende punten hebben mij tot dit voortschrijdend inzicht gebracht:

1. Ten eerste moet de noodzaak voor een SRM ter voorkoming van belangenverstrengeling niet overdreven worden. Een presidentcommissaris zal niet snel misbruik maken van zijn bevoegdheden aangezien hij een positie en reputatie te verliezen heeft. Daarnaast zou het aantasten van aandeelhoudersrechten onder omstandigheden aanleiding kunnen zijn voor een schadeclaim. Gezien deze instrumenten is een SRM een buitenproportioneel middel om een goed verloop van de vergadering te bereiken. Met bijvoorbeeld een nauwkeurige en beveiligde registratie van alle mutaties op het VGM-platform is eveneens te bereiken dat er niet ongezien bijdragen worden verwijderd.
2. De presidentcommissaris zal over het algemeen niet bereid zijn om zijn positie als voorzitter van de vergadering op te geven ten gunste van een SRM. Alhoewel een vennootschap de SRM zelfs voorzitter van de vergadering zou kunnen maken, geniet het niet mijn voorkeur dat een SRM op de stoel van de presidentcommissaris gaat zitten. Een SRM zou mijns inziens dan ook geen beslissingsbevoegdheid moeten hebben maar meer een faciliterende en adviserende rol.<sup>58</sup>
3. De derde reden is van praktische aard. Gezien de mogelijke aansprakelijkheden, het gewenste kennis- en ervaringsniveau, de lange beschikbaarheid, de vereiste onpartijdigheid en de concentratie van AVA's in het voorjaar, zullen waarschijnlijk te weinig mensen de functie van SRM kunnen of willen vervullen.
4. De vierde reden is pragmatisch. De SRM stuit op oppositie van bedrijfsjuristen en belangenverenigingen.<sup>59</sup> Vasthouden aan de SRM zou daarmee eveneens de voordelen die de VGM biedt in gevaar brengen.

56. Van der Krans 2007b, p. 277-282.

57. VEB, Eumedion, Unilever, Holland Financial Center en verschillende advocatenkantoren.

58. Eventueel kan ervoor worden gekozen om bij de SRM een soort van beroepsmogelijkheid te creëren voor aandeelhouders die het niet eens zijn met de verwijdering van hun mededeling. Het reglement inzake deze beroepsmogelijkheid dient uiteraard ook via het VGM-platform inzichtelijk te zijn.

59. Hoewel de SRM onder andere bedoeld is om de rechten van aandeelhouders te beschermen, zijn belangenverenigingen zoals de VEB maar ook Eumedion sceptisch. De VEB acht het waarschijnlijk dat de SRM, die immers betaald wordt door de vennootschap, te dicht tegen de vennootschap aan zal schuren en daarmee de beoogde objectiviteit zal verliezen.

## HOOFDSTUK 7

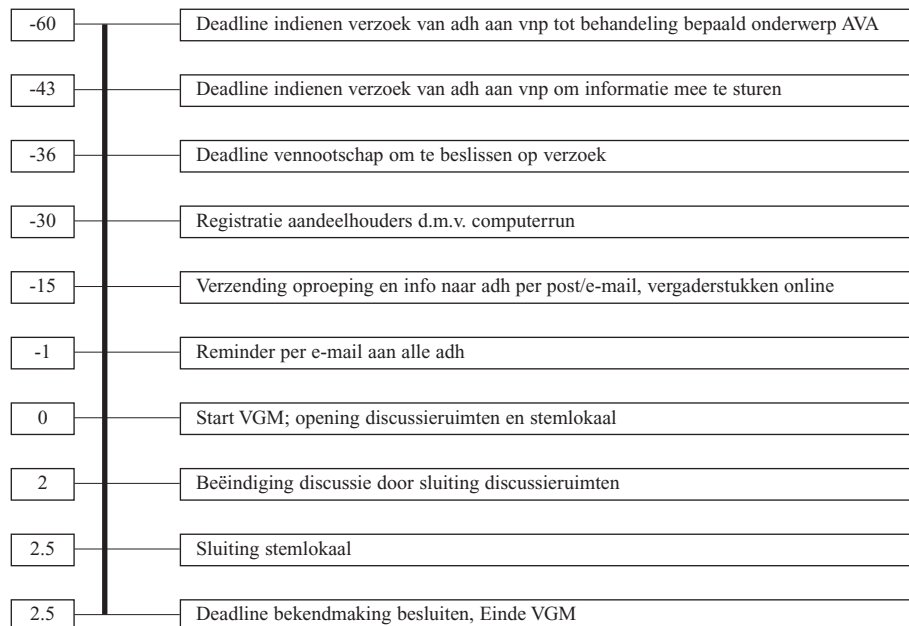
Het voorschrijdend inzicht betekent overigens niet dat de SRM geen nuttige functie meer zou kunnen vervullen. Mijns inziens zou de functie van de SRM beperkt moeten blijven tot het technische en organisatorisch faciliteren van de VGM.

### 7.4.7 VGM-tijdslijn

Om de VGM en de informatievoorziening aan aandeelhouders goed gestructureerd te laten verlopen, is het van groot belang dat er wordt gewerkt binnen een van tevoren vastgelegde tijdslijn. Hiermee ontstaat duidelijkheid en rechtszekerheid voor alle betrokken partijen. Deze tijdslijn moet ook in duidelijke bewoordingen aan de betrokkenen worden gecommuniceerd. Voor eenieder is het dan helder welke actie op of vóór welk moment dient plaats te vinden. Hieronder zal ik een mogelijke tijdslijn weergeven waarbij ik ervan uitga dat de VGM wettelijk gefaciliteerd is en statutair mogelijk is gemaakt. Elke vennootschap heeft haar eigen karakteristieken, in de zin van aantal en type (buitenlandse) aandeelhouders, aanwezigheid van grootaandeelhouders, AVA-tradities en dergelijke. Deze karakteristieken zullen de deadlines, de lengte en invulling van verschillende periodes en andere elementen uit de tijdslijn bepalen.

Schematisch kan de tijdslijn voor X NV als volgt worden weergegeven:

Tabel 7.2. Mogelijke tijdslijn VGM



- In de voorbeeldvennootschap X NV ligt het eerste belangrijke tijdstip zestig dagen voor de aanvang van de vergadering. Tot uiterlijk dit tijdstip kan een aandeelhouder gebruikmaken van het agenderingsrecht (2:114a BW) indien aan de overige eisen is voldaan.
- Een tweede tijdstip zou de vennootschap vier weken voor de verzenddatum kunnen leggen. Uiterlijk op tijdstip –43 voor de vergadering kan een aandeelhouder de vennootschap verzoeken om informatie met de oproeping naar de aandeelhouders te sturen. Zowel de aandeelhouder die het verzoek doet als het verzoek zelf én de te verzenden informatie dienen aan bepaalde minimumeisen te voldoen. De eisen die het Communicatiekanaal hiervoor hanteert, lijken mij alleszins werkbaar.<sup>60</sup>
- De vennootschap zou omtrent het verzoek van een aandeelhouder tot het meezenden van informatie binnen een week een beslissing nemen. Op tijdstip –36 is duidelijk welke informatie verstuurd dient te worden en kan met het drukken van de informatie worden begonnen. De oplage kan worden afgeleid uit historische gegevens omtrent het aantal aandeelhouders, aangevuld met gegevens betreffende mutaties als gevolg van bijvoorbeeld een aandelenemissie of aandeleninkoop. Bij elke oproeping zullen de individuele aandeelhouders zijn veranderd, maar het aantal aandeelhouders zal ongeveer gelijk blijven. Wanneer een aandeelhouder het niet eens is met de beslissing van de vennootschap kan hij hiertegen een kort geding aanspannen. Na de beslissing van de vennootschap resteren er immers nog 21 dagen voordat de informatie verstuurd moet worden.
- Ingevolge artikel 2:119 BW wordt op tijdstip –30 de stemgerechtigdheid vastgesteld door middel van een computerrun. Op deze datum is bekend hoeveel aandeelhouders er exact zijn. Eventueel kan er naar aanleiding van dit aantal aandeelhouders extra informatie bijgedrukt worden.
- Op grond van artikel 2:115 BW dient de oproeping uiterlijk vijftien dagen voorafgaand aan de AVA te geschieden. Indien de e-mail adressen van aandeelhouders bekend zijn, kan de oproeping elektronisch plaatsvinden. Indien de e-mail adressen niet bekend zijn, worden aandeelhouders per brief opgeroepen. Zowel de brief als de e-mail bevat een individuele code waarmee elke aandeelhouder zich kan identificeren en kan inloggen op het VGM-platform. Om aandeelhouders de gelegenheid te geven om zich adequaat voor te bereiden, kunnen de vergaderstukken worden meegezonden maar dienen ze in ieder geval online raadpleegbaar te zijn. Dit zowel op het VGM-platform als op de website van de vennootschap geschieden.
- Eén dag voorafgaand aan de AVA kan aan de aandeelhouders waarvan de e-mailadressen bekend zijn een reminder worden gestuurd. Deze reminder kan ook op tijdstip 0, bij het openen van de VGM worden verzonden.
- Op tijdstip 0 wordt de toegang tot het VGM-platform geopend. Aandeelhouders kunnen met behulp van hun codes inloggen, in het forum discussië-

---

60. Zie paragraaf 2.8.3 en <[www.communicatiekanaal.nl](http://www.communicatiekanaal.nl)>.

## HOOFDSTUK 7

ren en de stem uitbrengen. Het is voor aandeelhouders mogelijk om direct te stemmen, zonder eerst te discussiëren. Aandeelhouders die dit doen, zullen waarschijnlijk geen vragen of onduidelijkheden hebben. Andere aandeelhouders zullen hun stem pas uitbrengen nadat ze in de discussie antwoord op hun vragen hebben gekregen. Overigens is het tot het sluiten van de stemming nog mogelijk om een eerder uitgebrachte stem te veranderen.

- Na twee dagen wordt de discussieruimte gesloten. Het is alsdan nog wel mogelijk om de bijdragen te bekijken, er kan echter niet meer gereageerd worden. Aandeelhouders hebben nog een halve dag de tijd om hun stem uit te brengen.
- Op tijdstip 2.5 wordt ook het stemlokaal gesloten.
- Direct na het sluiten van het stemlokaal worden de resultaten van de stemmingen bekendgemaakt en wordt de AVA officieel gesloten. Vennootschappen zouden ervoor kunnen kiezen de discussie in een read-only modus inzichtelijk te laten zijn.

### 7.5 Corporate governance

#### 7.5.1 *Het bestuur*

De rol van het bestuur op een VGM komt neer op het afleggen van verantwoording, het beantwoorden van vragen en het presenteren van het beleid. Het bestuur heeft een raadgevende stem in de vergadering waarmee het overleg kan worden gestuurd.<sup>61</sup> Aangezien het bestuur veelal het bevoegd orgaan is om aandeelhouders ter vergadering op te roepen, heeft het ook het recht om de agenda vast te stellen. Aandeelhouders kunnen (eventueel als groep) ingevolge artikel 2:114a BW een verzoek tot behandeling van een onderwerp doen indien zij 1%<sup>62</sup> van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of hun aandelen minstens € 50 miljoen vertegenwoordigen. Doordat aandeelhouders via het VGM-platform gemakkelijker met elkaar kunnen communiceren, is het mogelijk dat het bestuur zich vaker geconfronteerd zal zien met een verzoek tot behandeling van een bepaald onderwerp.<sup>63</sup> Ook zal het waarschijnlijk te maken krijgen een groter aantal aandeelhouders en met meer betrokken aandeelhouders. Dit stelt vennootschappen in de gelegenheid om een proactief beleid te voeren en hiermee te proberen te voorkomen om “in play” te geraken. De vennootschap en de met haar verbonden onderneming heeft geen enkel belang bij een publiek dispuut tussen belangrijke aandeelhouders en het bestuur/RvC. Dergelijke geschillen leiden de aandacht van het

---

61. Zie over de raadgevende stem van het bestuur paragraaf 2.9.5.

62. De Minister van Financiën heeft voorgesteld om de agenderingsdrempel van te verhogen tot 3%. Zie: Consultatiedocument corporate governance 2008, p. 5.

63. Hierbij moet vermeld worden dat een verzoek tot behandeling zestig dagen voorafgaand aan de AVA moet worden ingediend. Aandeelhouders zouden dus hoogstens kunnen samenwerken om een verzoek tot behandeling van een bepaald onderwerp op de agenda van de volgende AVA te plaatsen. Zie artikel 2:114a lid 1 BW.

management af en kunnen, indien de onzekerheid over de toekomst van de vennootschap te lang duurt, leiden tot een verloop van belangrijke medewerkers en klanten. Bestuur en RvC kunnen mogelijke conflicten proberen te voorkomen door een (continue) dialoog met aandeelhouders aan te gaan. Een continu geopende online meetingroom zou een waardevolle rol kunnen vervullen in de communicatie tussen bestuur en de belangrijkste aandeelhouders. Er kan bijvoorbeeld gekozen worden om het VGM-platform buiten de VGM-periode te gebruiken om het bestuur met alle + 1% aandeelhouders te laten communiceren. Uiteraard moet hierbij worden gewaakt voor voorwetenschap en het ongelijk verstrekken van informatie. Recente gedachten over gelijke behandeling van aandeelhouders lijken er op te wijzen dat exclusieve contacten met grotere aandeelhouders niet per definitie bezwaarlijk zijn.<sup>64</sup> Hoewel de VGM, road shows alsmede een goede investor relations- afdeling hierin een belangrijke rol kunnen spelen, blijft het daarnaast noodzakelijk om een diepgaandere, persoonlijke dialoog op gang te brengen tussen bestuurders en belangrijke aandeelhouders. Hierbij zal face to face contact onontbeerlijk blijven.

#### 7.5.2 *De raad van commissarissen*

De RvC houdt toezicht op het bestuur en de algemene gang van zaken binnen de onderneming en zal zich hierbij richten naar het belang van de onderneming.<sup>65</sup> Het belang van de onderneming is om winst te maken en stakeholders tevreden te stellen. Hoe dit concreet wordt ingevuld, verschilt per onderneming.

De voorzitter van de RvC is over het algemeen ook voorzitter op de algemene vergadering van aandeelhouders. In paragraaf 2.9.4 zijn de rol en de bevoegdheden van de voorzitter naar voren gekomen. De voorzitter handhaaft onder andere de orde, stelt agendapunten aan de orde en regelt de spreektijd. Verder wijst de voorzitter de meest voor de hand liggende bestuurder of commissaris aan om de vraag te beantwoorden. In een virtuele omgeving hoeft de taak van de voorzitter inhoudelijk niet veel te veranderen. Door het bulletinboard op te delen naar de agendapunten, blijft de discussie overzichtelijk en kan elk agendapunt aan de orde komen. Indien de voorzitter meent dat bepaalde bijdragen beter bij een ander agendapunt horen, kan hij deze bijdragen verplaatsen. Daarnaast kan de voorzitter de spreektijd regelen door bepaalde bijdragen op relevantie in te korten. De orde kan uiterst effectief gehandhaafd worden doordat onfatsoenlijke of niet ter zake doende bijdragen kunnen worden verwijderd.

#### 7.5.3 *Aandeelhouders*

Vrij recent is empirisch onderzoek verricht naar de achterliggende invloeden op aandeelhoudersactivisme. In een rapportage aan Eumedion<sup>66</sup> worden, op basis

64. Zie: Abma 2007, p. 111 en <www.afm.nl>.

65. Zie HR 1 april 1949, NJ 1949, 465 (*Doetinchemse IJzergieterij*).

66. De Jong, Mertens, Van Oosterhout en Vletter-van Dort 2007, p. 5.

## HOOFDSTUK 7

van dit onderzoek, twee factoren genoemd die de mate van aandeelhoudersactivisme 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. Hoe lager de kosten en hoe groter de mogelijke opbrengst, hoe eerder het loont om het beleid van een vennootschap te beïnvloeden en actief deel te nemen aan de besluitvorming. Ergens is aldus een omslagpunt waar de baten de kosten van het actief participeren overstijgen. Dit omslagpunt kan eerder bereikt worden als de kosten of drempels om te participeren verlaagd worden. De VGM kan de drempels tot het deelnemen aan de vergadering zodanig verlagen dat het ook voor minderheidsaandeelhouders rationeel wordt om bij de besluitvorming betrokken te zijn. Dit kan resulteren in een hogere opkomst en een grotere representatie waardoor de AVA als instituut aan belang kan winnen.

De rol van de aandeelhouders kan bij gebruikmaking van de VGM behoorlijk veranderen. Doordat de drempels tot participatie door een VGM verlaagd worden, verwacht ik ook dat er meer aandeelhouders ter vergadering aanwezig zijn in plaats van ter vergadering vertegenwoordigd (door middel van een volmacht). Deze verhoogde aanwezigheid zal waarschijnlijk ook bijdragen aan een verhoogde betekenis van de AVA.

Aandeelhouders kunnen kennisnemen van de relevante informatie van de vennootschap, de discussies tussen aandeelhouders en bestuur en overige informatie. Aandeelhouders kunnen in deze discussie hun stemstrategie en de achterliggende redenen hiervoor openbaar maken. Het onthullen van het stemgedrag kan een handige leidraad voor andere aandeelhouders zijn. De analyse van bijvoorbeeld een institutionele belegger<sup>67</sup> kan aandeelhouders helpen om een voorstel van het bestuur te beoordelen. Aandeelhouders, in het bijzonder kleine aandeelhouders, kunnen hierdoor hun informatiekosten reduceren terwijl de institutionele belegger de impact van zijn visie kan vergroten. Hoewel (kleine) aandeelhouders nog steeds tijd moeten investeren in het zich eigen maken van alle informatie, kan de VGM aldus behulpzaam zijn in het reduceren van de drempels.

Door de diversificatie van de beleggingsportefeuille is het voor veel institutionele beleggers te kostbaar geworden om bij elke belegging een eigen afweging te maken of en hoe te stemmen. Institutionele beleggers maken bij het bepalen van hun stem vaak gebruik van de stemadviezen van corporate governance service providers zoals ISS RiskMetrics en GlassLewis. Deze stemadviezen worden per vennootschap en per agendapunt afgegeven en zijn voornamelijk gebaseerd op

---

67. Institutionele beleggers zijn verplicht beleid te formuleren waarin is vastgelegd op welke wijze zij gebruikmaken van hun stemrecht dat zij als aandeelhouder hebben. Als zij niet een dergelijk beleid hebben geformuleerd, zullen zij moeten uitleggen waarom zij dat niet hebben. Dit is de zogenoemde 'pas toe of leg uit'-regel. Deze verplichting is gebaseerd op art. 5:86 Wft jo. Principe IV. 4 van de Code Tabaksblat. Zie over het stemmen van institutionele beleggers Verdam 2003a, p. 33.



een aantal corporate governance indicatoren.<sup>68</sup> De uiteindelijke stembeslissing berust bij de institutionele belegger. Het weergeven op het discussieforum van op een stemadvies gebaseerde stemstrategie kan van grote waarde zijn voor andere aandeelhouders.

Niet alleen institutionele beleggers maar ook belangenverenigingen kunnen aan invloed winnen door op het discussieforum hun standpunten te beargumenteren. Nederland is gezegend met meerdere (met respect) ‘bedrijfshorzels’ waarvan de belangrijkste de Vereniging voor Effectenbezitters (afgekort “VEB”) en de Stichting Onderzoek Bedrijfsinformatie (afgekort “SOBI”) zijn. Deze belangenverenigingen voor beleggers treden zowel ex ante, tijdens als ex post op. Ex ante in de zin dat ze van tevoren bezwaar maken tegen een bepaalde agenda-indeling of informatieverstrekking, ex post in de zin dat er achteraf bijvoorbeeld een schadeclaim namens beleggers wordt ingediend. Tijdens de AVA stellen de belangenverenigingen vaak kritische vragen. In een virtuele omgeving kunnen belangenverenigingen hun opmerkingen op de verschillende fora plaatsen. Aangezien een dergelijke belangenvereniging na gedegen onderzoek tot een gefundeerd standpunt komt, kunnen aandeelhouders de argumentatie meenemen in hun stembeslissing en zich hierdoor eventueel laten leiden. Belangenverenigingen kunnen hierdoor aan invloed winnen. Naast belangenverenigingen voor beleggers kunnen ook andere<sup>69</sup> belangenverenigingen, mits aandeelhouder, van deze mogelijkheid gebruikmaken.

#### 7.5.4 *Werknemers/OR*

Een groot aantal vennootschappen besluit om hun werknemers aandelen of call-opties toe te kennen. De gedachte hierachter is dat werknemers een financieel belang krijgen bij een verhoogde arbeidsinspanning.<sup>70</sup> De toegenomen arbeidsproductiviteit zou leiden tot betere resultaten wat zich zou kunnen uiten in een hogere beurskoers. Werknemers kunnen hiervan profiteren doordat de koers van hun aandelen of opties tevens stijgt. Door het verkrijgen van aandelen (al dan niet door het uitoefenen van de call-opties), verkrijgt de houder van de aandelen zeggenschap in de aandeelhoudersvergadering. De werknemersaandelen worden veelal centraal geadmistreerd waarbij de stemrechten aanspraken op verschillende wijzen kunnen worden toebedeeld. Deze kunnen toebedeeld worden aan de werknemer maar er kan ook voor worden gekozen om het stemrecht via volmacht cen-

68. Zie: Kristof Ho Tiu, Riskmetrics, *Stemmen op inhoud*, voordracht op het congres ‘Stemmend Nederland’, 14 februari 2008, Amsterdam.

69. Te denken valt aan Greenpeace, WNF of andere organisaties die aandeelhouders bijvoorbeeld bewust willen maken van bepaald gedrag van de onderneming. De laatste jaren zijn dergelijke organisaties geregeld aanwezig en doen zij in het algemeen een beroep op het bestuur en aandeelhouders om meer maatschappelijk verantwoord te ondernemen. Zie over dit laatste onderwerp: Steins Bisschop, 2004.

70. Zie: Voûte 1991, p. 9.

## HOOFDSTUK 7

traal uit te laten oefenen. Een andere mogelijkheid om het stemrecht centraal te laten uitoefenen is door de aandelen onder te brengen bij een Stichting Werknemersparticipatie en de werknemers certificaten te verstrekken. Wanneer werknemers (al dan niet vertegenwoordigd in een dergelijke stichting) op het discussieforum het gevoerde en te voeren beleid bediscussiëren, blijven ze uiteraard gebonden aan hun arbeidsrechtelijke zwijgplicht omtrent concurrentiegevoelige of anderszins vertrouwelijke informatie. Overtreding van deze zwijgplicht kan serieuze arbeidsrechtelijke gevolgen hebben. Het lijkt mij echter te ver gaan om aan te bevelen om de stemrechten standaard in een stichting onder te brengen. Het risico van het lekken van informatie hebben werknemers zelf in de hand en zullen ze niet lichtvaardig nemen gezien de mogelijke gevolgen. Juist omdat ze de vennootschap zo goed kennen, kan hun bijdrage van grote waarde zijn in de discussie op de bulletinboards.

Bij veel vennootschappen worden de belangen van werknemers behartigd door een ondernemingsraad (afgekort "OR"). De OR heeft ingevolge artikel 25 en 27 Wet op de ondernemingsraden (afgekort "WOR") respectievelijk adviesrecht en instemmingsrecht. De wet stelt eigenlijk alleen uitgebreide inhoudelijke en motiveringseisen aan de adviesaanvraag door de ondernemer en tevens aan zijn reactie na advies. Wat betreft het advies door de OR zelf geeft de wet geen inhoudelijke of motiveringseisen. Dergelijke eisen zullen echter indirect wel een rol spelen, namelijk wanneer de OR een artikel 26 lid 4 WOR procedure begint bij de Ondernemingskamer. In een dergelijke procedure zal een OR bijvoorbeeld geen succes boeken indien de OR bepaalde overwegingen niet in het advies aan de orde heeft gesteld maar pas bij de Ondernemingskamer noemt. Ook zal de OR bij de Ondernemingskamer weinig succesvol zijn wanneer zijn advies zodanig slecht gemotiveerd was dat een ondernemer daarom, bij afweging van de belangen, in redelijkheid tot zijn besluit heeft kunnen komen. Resumerend is te stellen dat de OR er verstandig aan doet om zijn advies uitgebreid te motiveren. Sommige voornemens die de onderneming aan de OR dient voor te leggen moeten ook door de AVA worden goedgekeurd. Aangezien de OR zich al in dit voornemen heeft verdiept, kan door aandeelhouders tijdswinst geboekt worden wanneer het advies van de OR ook voor aandeelhouders is in te zien.<sup>71</sup> Alhoewel ik me ervan bewust ben dat een gemiddelde aandeelhouder (niet-werknemer) het ondernemingsbeleid vanuit een ander perspectief zal bezien dan de OR, acht ik het niet uitgesloten dat enkele aandeelhouders (bijvoorbeeld diegene die tevens werknemer zijn) het advies van de OR in hun stembeslissing zullen meenemen. In de literatuur is er tot heden geen aandacht besteed aan de vraag of het OR-advies onder de geheimhoudingsplicht van artikel 20 WOR valt. Dit artikel geeft aan dat leden van de OR verplicht zijn tot geheimhouding van alle zaken- en bedrijfsgeheimen die zij in hun hoedanigheid vernemen. Ondernemer en OR kunnen binnen deze grenzen

---

71. Een ontwikkeling van de laatste jaren is dat ondernemingsraden vaker bij de AVA aanwezig zijn en aldaar het woord voeren. Zie: Raaijmakers 2005a, p. 107.

afspraken maken omtrent de openbaarheid van het advies van de OR zodat het advies ook ter beschikking van aandeelhouders kan komen. Indien er geen geheimhoudingsplicht overeen is gekomen, zie ik niet in waarom de OR het advies, behoudens koersgevoeligheden, niet openbaar zou mogen maken. Het plaatsen van het advies op de website van de onderneming kan informerend en tijdsbesparend werken voor aandeelhouders die het OR-advies in hun stemoverweging mee willen nemen.

#### 7.5.5 *Shareholder rights manager/technisch partner*

Zoals in paragraaf 7.4.6 reeds is aangegeven, zou de functie van een SRM mijns inziens beperkt moeten blijven tot het technisch en organisatorisch faciliteren van de VGM. Het lijkt mij niet onwaarschijnlijk dat bedrijven diensten zouden willen aanbieden ter facilitering van een VGM. Concreet zou dit inhouden dat een dergelijk bedrijf een VGM-platform zal (laten) bouwen, dit zal aanpassen aan de wensen van de vergaderende vennootschap en alle benodigde aandeelhoudersgegevens zal (laten) verzamelen. Verder kan een dergelijk bedrijf zorgen voor de technische facilitering en advisering. In het verlengde hiervan kan aan aandeelhouders een e-mail worden gestuurd ter bevestiging van hun bijdragen op het forum en van hun stem. Een dergelijke e-mail kan bijzonder nuttig zijn voor AVA-service providers, zoals RiskMetrics ISS en ADP, om aan de achterliggende partij aan te tonen dat de beloofde diensten ook daadwerkelijk geleverd zijn. Een andere mogelijke taak voor een dergelijk bedrijf zou kunnen zijn om een oordeel te geven over de technische stand van zaken van het VGM-platform, al dan niet na een technisch incident. Daar het verzorgen van dergelijke diensten slechts in beperkte mate raakvlakken heeft met het managen van aandeelhoudersrechten, zou ik een dergelijke dienstverlener geen SRM willen noemen. De benaming ‘technisch partner’ lijkt mij meer voor de hand liggen.

#### 7.5.6 *Banken*

Banken bewaren en administreren voor beleggers hun aandelenbezit. Hierbij attenderen ze beleggers op aandeelhoudersvergaderingen, dividendstellingen en dergelijke. Banken geven beleggers periodiek of na iedere mutatie een overzicht van hun beleggingsportefeuille. Dit kan op papier of elektronisch geschieden. Ook het inleggen van orders door beleggers kan op verschillende manieren plaatsvinden. Dit kan, afhankelijk van de bank, aan de balie, per fax, telefonisch of via internet. In het bijzonder de laatste mogelijkheid is sterk in opkomst. Online beleggen heeft voor beleggers een aantal belangrijke voordelen. Allereerst zijn de transactiekosten relatief laag waardoor de netto rendementen hoger komen te liggen. Verder hebben beleggers 24 uur per dag inzicht in een volledig geactualiseerd portefeuilleoverzicht en kunnen ze vaak real-time streaming beurskoersen volgen. In het portefeuilleoverzicht staan zowel liquiditeiten, aandelen als andere effecten vermeld. Vooral bij effecten die voor langere tijd in portefeuille zitten, zouden beleggers geneigd kunnen zijn om zich meer te verdiepen in de

## HOOFDSTUK 7

onderneming. Deze betrokkenheid kan zich onder andere uiten door het gebruikmaken van het stemrecht. Banken zouden aandeelhouders ook via het portefeuilleoverzicht kunnen attenderen voor welke aandelen de VGM loopt en voor welke aandelen er een stem uitgebracht kan worden. Bij toepassing van een registratiedatum kunnen banken er bijvoorbeeld voor kiezen om in het portefeuilleoverzicht een extra kolom aan te brengen waarin dergelijke gegevens staan en waarmee de belegger gelinkt wordt met de virtuele vergadering. Aangezien de sites van de banken een zeer hoog beveiligingsniveau kennen, is bij het binnentreden van het VGM-platform via de bancaire site de authenticiteit van de aandeelhouder gewaarborgd. Hierdoor is het wellicht onnodig dat de aandeelhouder zich identificeert met behulp van inlogcodes. Banken zouden er echter ook voor kunnen kiezen om in het portefeuilleoverzicht slechts een link op te nemen waarmee er in een nieuw venster de beginpagina van de VGM geopend wordt. Via deze beginpagina kunnen aandeelhouders middels het invullen van inlogcodes toegang krijgen tot de VGM.

### 7.5.7 Externe specialisten

Aandeelhouders laten zich in een aandeelhoudersvergadering nogal eens bijstaan door externe specialisten. Vaak zijn dit advocaten, accountants of consultants. Het stellen van (kritische) vragen wordt veelal aan hen overgelaten en de door het bestuur gegeven antwoorden worden grondig geanalyseerd. Voor de aandeelhouder is dit een redelijk dure oplossing, de specialist zal de gehele vergadering aanwezig zijn en betaald moeten worden om slechts enkele vragen te stellen.

In een virtuele omgeving kan de specialist als observer de gehele discussie volgen. De aandeelhouder kan zijn inlogcodes tijdelijk ter beschikking van de specialist stellen. Ik zou menen dat door het ter beschikking stellen van de inlogcode de volmacht (stilzwijgend) is gegeven. De aandeelhouder doet er echter verstandig aan om een schriftelijke volmacht op te stellen die beperkt is qua omvang en tijd. De specialist kan zich als zodanig ook bij het bestuur en de andere aandeelhouders bekendmaken, zodat andere aandeelhouders hun voordeel doen met zijn expertise. De aandeelhouder die wordt bijgestaan bespaart met de VGM veel geld aangezien de specialist minder tijd kwijt is. De specialist kan waarschijnlijk minder uren declareren maar kan hierdoor meer zaken aannemen en hoeft niet bij iedere AVA een dagdeel te wachten voordat hij zijn vragen kan stellen.

## 7.6 Resumé

Dit hoofdstuk gaat om de vraag welke impact de virtuele aandeelhoudersvergadering heeft op de corporate democracy. In het begin van dit hoofdstuk is een zevental pijlers voor een goede corporate democracy geïdentificeerd. Deze pijlers zijn: initiatiefrecht, spreekrecht, stemrecht, inlichtingenrecht, opkomst en representatie, ordehandhaving en ten slotte cohesie tussen economisch belang en juridische zeggenschap. In paragraaf 7.3 is vervolgens uiteengezet welke verschillende

typen aandeelhouders een Nederlandse beursvennootschap kent. Daarnaast is geconstateerd dat er verschillende typen beleggers zijn. Geen enkel type aandeelhouder ondervindt nadeel van een VGM en diverse typen aandeelhouders kunnen baat hebben bij een VGM. Om meer inzicht te krijgen in de VGM is een blauwdruk geschetst en een tijdslijn uitgewerkt. Daarna is onderzocht wat de invloed zal zijn van een VGM voor de betrokken partijen.

Met deze opgedane kennis kunnen er conclusies worden getrokken omtrent de vraag welke invloed de virtuele aandeelhoudersvergadering heeft op de corporate democracy. Ik beantwoord deze vraag aan de hand van de zeven pijlers van corporate democracy.

- Initiatiefrecht: de VGM brengt geen verandering in de uitoefening van het agenderingsrecht en de mogelijkheid om de AVA bijeen te roepen. Tijdens een fysieke AVA hebben aandeelhouders de gelegenheid om publiek of privé te overleggen over het al dan niet gezamenlijk uitoefenen van het agenderingsrecht voor de volgende AVA. Ook bij een VGM hebben aandeelhouders deze mogelijkheden. Zij kunnen door middel van de forumdiscussie of via private messages met anderen overleggen. Het lijkt mij overigens aannemelijk dat een overleg over dit onderwerp veelal buiten de fysieke of virtuele AVA zal plaatsvinden.
- Spreekrecht: het recht op spreken betekent dat aandeelhouders het woord aan het bestuur, RvC en aan de medeaandeelhouders kunnen richten. Overleg tussen bestuur en aandeelhouders is noodzakelijk voor gedegen, goed onderbouwde besluitvorming. Het is aannemelijk dat aandeelhouders in vergelijking met een fysieke vergadering minder vaak afwezig of slechts via volmacht vertegenwoordigd zijn. Hierdoor kan de dialoog tussen aandeelhouders onderling en aandeelhouders en bestuur sterk aan betekenis winnen.
- Stemrecht: de VGM kan sterk bijdragen aan een eenvoudige, tijdsefficiënte en goedkope wijze van stemmen. Een belangrijk voordeel is daarnaast dat een VGM ook langer dan een dagdeel zou kunnen duren waardoor het ook voor geografisch verspreide aandeelhouders mogelijk is om een stembeslissing te maken die is gebaseerd op de dialoog. Indien geografisch verspreide aandeelhouders hun stemrecht efficiënt willen uitoefenen, blijft het essentieel dat er een goede regeling ter facilitering van het grensoverschrijdend stemmen komt.
- Recht op inlichtingen: via het VGM-platform kunnen aandeelhouders alle relevante vergaderstukken inzien, vragen aan het bestuur stellen en elkaar wijzen op (extra) informatie. Mits alle informatie overzichtelijk gepresenteerd wordt, zou het VGM-platform in belangrijke mate kunnen bijdragen aan het verminderen van de informatieasymmetrie tussen bestuur en aandeelhouder.
- Opkomst en representativiteit: Doordat de VGM een aantal belangrijke drempels tot deelname aan de AVA wegneemt of verlaagt, zal de opkomst op de vergadering hoogstwaarschijnlijk stijgen. Door de verlaagde drempels voor participatie wordt ook het passieve deel van het aandeelhoudersbestand geprikkeld deel te nemen aan de vergadering, wat leidt tot een toename van de representativiteit van de opkomst. Door de VGM zullen een hogere opkomst

## HOOFDSTUK 7

- en meer evenwichtige representativiteit mogelijk zijn, waardoor de waarde en het belang van de AVA vergroot kunnen worden.
- Ordehandhaving: de VGM biedt de voorzitter van de vergadering uitstekende mogelijkheden om effectief de orde te handhaven. De voorzitter kan een Voter of Debater het spreekrecht ontnemen en bijdragen verwijderen of verplaatsen. Daarnaast biedt de VGM meer mogelijkheden om de vergadering overzichtelijk en aantrekkelijk te houden.
  - Cohesie economisch belang en juridische zeggenschap: de VGM brengt geen verandering in (het gebrek aan) samenhang tussen economisch belang en juridische zeggenschap. Hoewel bewijs anekdotisch van aard is, zal een eventuele aanpak van empty voting op een andere wijze moeten geschieden dan door de VGM.

Resumerend is te stellen dat de VGM wat betreft de zeven pijlers voor een goede corporate democracy de fysieke vergadering overtreft. De VGM is geen panacee voor alle problemen aangaande corporate democracy binnen een in Nederland ter beurze genoteerde vennootschap, maar net zoals onze politieke democratie nooit perfect zal zijn, zo zal ook corporate democracy nooit volmaakt zijn. Niettemin biedt de VGM een goed antidotum voor een aantal hedendaagse problemen dat kleeft aan het fysieke aspect van de aandeelhoudersvergadering. De verschillende obstakels die de VGM wegneemt zullen niet voor elk type aandeelhouder van doorslaggevende betekenis zijn voor een actievere opstelling in de aandeelhoudersvergadering. Toch levert de VGM voor nagenoeg alle typen aandeelhouders winst op. De VGM maakt aandeelhoudersrechten voor alle partijen eenvoudiger te effectueren. De pijlers van een goede corporate democracy worden met de VGM niet alleen juridisch maar ook feitelijk gewaarborgd. De VGM laat de potentie zien van de aandeelhoudersvergadering als forum van deliberatie en toont welke hoge vorm van corporate democracy haalbaar is.

## Hoofdstuk 8

# Delaware

Aan de keuze om de regelgeving van Delaware omtrent de virtuele aandeelhoudersvergadering nader te bestuderen, liggen twee redenen ten grondslag.<sup>1</sup> De eerste reden is dat Delaware tot heden een van de weinige rechtssystemen heeft waar een puur elektronische aandeelhoudersvergadering wettelijk mogelijk is. De tweede reden is dat het vennootschapsrecht van Delaware het favoriete rechtstelsel van Amerikaanse ondernemers is. Gezien deze populariteit, de globalisering van Nederland en de daaruit voortvloeiende concurrentie tussen rechtssystemen, speelt het vennootschapsrecht van Delaware tevens een zeer belangrijke rol in ons nationale debat omtrent het vennootschapsrecht.

### 8.1 Introductie vennootschapsrecht Verenigde Staten

De belangrijkste rechtsbronnen in de Verenigde Staten zijn de Grondwet, de federale wetgeving, de wetgeving van de staten, de jurisprudentie, de uitvoeringsbesluiten en de verdragen. De bevoegdheid om wetten te maken berust voor een aantal onderwerpen bij de federale overheid (belastingen, immigratierecht, effectenrecht e.d.) maar voor het grootste deel bij de afzonderlijke staten. In de Verenigde Staten van Amerika bestaat geen algemeen federaal vennootschapsrecht. Regelgeving over de oprichting en ontbinding van ondernemingen en de verantwoordelijkheden van de verschillende vennootschapsorganen, worden door de afzonderlijke staten bepaald en kan per staat verschillen. De meest voorkomende ondernemingsvormen in de Verenigde Staten zijn de corporation (vergelijkbaar met de NV), de limited liability company (LLC), (houdt het midden tussen een BV en een OVR en kent fiscale transparantie), de general partnership (de maat-

---

1. Een derde reden is de historische rol die Nederland in Delaware heeft gespeeld. In 1631 stichtten de Nederlanders de handelspost “Zwaanendael” in Delaware. Deze post werd herhaaldelijk overvallen, totdat Peter Stuyvesant in 1651 daar een fort bouwde. Het omringende gebied werd “Nieuw Nederland” genoemd en omvatte tevens het in 1626 voor zestig gulden gekochte Manhattan. In 1664 veroverden de Britten het gebied waarna de Nederlanders het in 1673 heroverden. In het rampjaar 1674 werd Nederland door Engeland, Frankrijk en gedeelten van Duitsland aangevallen en verslagen. Nederland werd gedwongen om “Nieuw Nederland” wederom aan de Britten af te staan. In ruil hiervoor mocht Nederland het in 1667 gekoloniseerde Suriname behouden. Vele historici menen dat de Nederlanders de basis hebben gelegd voor de Amerikaanse handelsgeest, godsdienstvrijheid en tolerantie.

## HOOFDSTUK 8

schap) en de limited liability partnership (LLP), (vergelijkbaar met de commanditaire vennootschap). De corporation is samen met de limited liability company de meest gebruikte ondernemingsvorm in de Verenigde Staten. Een van de redenen voor de populariteit van deze ondernemingsvorm is dat noch de aandeelhouders, noch de bestuursleden persoonlijk aansprakelijk zijn voor de schulden van de onderneming. Wel dienen de bestuursleden hun plicht op verantwoorde wijze te vervullen. Doen zij dit niet dan kunnen zij aansprakelijk worden gesteld voor hun handelen. Daarentegen zijn de aandeelhouders slechts aansprakelijk tot het bedrag van hun kapitaalbreng. De aandelen van een corporation zijn in principe vrij overdraagbaar en de regelgeving betreffende deze ondernemingsvorm is helder en uitvoerig.<sup>2</sup>

Er zijn twee typen corporations, te weten de “publicly held corporation” en de “closely held corporation”. De closely held corporation is niet beursgenoteerd, heeft minder aandeelhouders en kent vaak een beperking in de overdracht van aandelen.<sup>3</sup> De publicly held corporation is beursgenoteerd en kent vele aandeelhouders die hun aandelen in eerste instantie zien als investering. Er zijn beursvennootschappen met controlerende aandeelhouders (zoals Ford en Coca Cola), maar de dominante verschijningsvorm is die waarin geen aandeelhouder alleen of in samenwerking met andere aandeelhouders een controlerend belang houdt.

De oprichting van een corporation vindt plaats volgens de regels van de staat waarin de corporation wordt opgericht. Elke staat in de Verenigde Staten kent een corporate statute, waarin de bepalingen zijn opgenomen die op corporations van toepassing zijn, die van staat tot staat vaak sterk van elkaar verschillen. Een aantal staten heeft (een deel van) de bepalingen van de Model Business Corporation Act (“MBCA”) geïmplementeerd. De MBCA is een model voor een corporate statute dat is opgesteld door de “American Bar Association”.<sup>4</sup> De MBCA dient als basis voor staten die niet zelf een geheel nieuw corporate statute ontwikkelen. Economisch belangrijke staten, zoals New York en Californië, hebben wel hun eigen unieke corporate statutes ontwikkeld. Ook de staat Delaware heeft dit gedaan. De Delaware General Corporation Law (afgekort als “DGCL”) is het belangrijkste corporate statute, gezien het aantal corporations dat naar het recht van Delaware is opgericht. Amerikaanse vennootschapsjuristen richten zich in de bestudering van het vennootschapsrecht dan ook vrijwel exclusief op de DGCL en MBCA.

---

2. Zie: Cox en Hazen 2003, p. 23 e.v.

3. Zie: O’Neal en Thompson 1990, §1.02-1.04. Volgens een rechter in Massachusetts wordt de close corporation getypeerd door: (1) a small number of stockholders; (2) no ready market for the corporate stock; and (3) substantial majority stockholder participation in the management, direction and operations of the corporation.” *Donahue v. Rodd Electrotrope Co.*, 328 N.E. 2d 505, 511 (Mass. 1975).

4. Zie voor de volledige tekst van de MBCA 2002: <[www.abanet.org/buslaw/library/onlinepublications/mbca2002.pdf](http://www.abanet.org/buslaw/library/onlinepublications/mbca2002.pdf)>



Nadat een vennootschap is opgericht in een bepaalde staat, mag zij slechts handel drijven in andere staten indien zij beschikt over een door de andere staat afgegeven “*Certificate of Authority*”.<sup>5</sup> In het geval dat een vennootschap interstatelijke handel wil drijven, wordt de keuze voor oprichting in een bepaalde staat vaak bepaald door de hoogte van de plaatselijke belastingen en de aantrekkelijkheid van de vennootschapsrechtelijke regelgeving.

Het corporate statute van een staat bepaalt de kaders waarbinnen een corporation haar organisatie inricht. Daarnaast is een aantal federale wetten van toepassing waaruit regels voortvloeien op het gebied van het arbeidsrecht, milieubeheer, voedsel en medicijnen, intellectueel eigendom en andere terreinen. Beursgenoteerde vennootschappen moeten zich houden aan het federale effectenrecht dat onder andere is neergelegd in de Securities Act 1933<sup>6</sup> en de Securities Exchange Act 1934.<sup>7</sup> Ook de Sarbanes-Oxley Act 2002<sup>8</sup> legt een groot aantal verplichtingen op aan beursvennootschappen.<sup>9</sup>

Een andere belangrijke rechtsbron voor het vennootschapsrecht, vormt de common law, oftewel de jurisprudentie. De common law vult de onduidelijkheden en leemten binnen het corporate statute in en heeft door de precedentwerking grote invloed op de rechtsvorming. In het bijzonder concepten als de “*fiduciary duties*” en “*good faith*” zijn door rechters nader ingevuld.<sup>10</sup>

Corporations kunnen binnen de kaders van de diverse rechtsbronnen ook hun eigen regels maken. Dit geschiedt door twee documenten: de “*articles of incorporation*” en de “*bylaws*”. De articles of incorporation worden ook wel “*(corporate) charter*” of “*certificate (of incorporation)*” genoemd en zijn te vergelijken met de statuten.<sup>11</sup> De articles of incorporation bevatten een aantal bepalingen dat door het corporate statute vereist wordt. Daarnaast bevatten bovengenoemde articles of incorporation vele andere bepalingen die de inrichting en organisatie betreffen. Bepalingen uit de articles of incorporation die betrekking hebben op aandelen en de daaraan verbonden rechten kunnen slechts gewijzigd worden met goedkeuring door de aandeelhouders. Overige bepalingen kunnen door de Board

5. Zie voor meer informatie: Scheb 2002, p. 219 e.v.

6. Zie voor de volledige tekst van de Securities Act 1933: <[www.sec.gov/divisions/corpfin/33act/index1933.shtml](http://www.sec.gov/divisions/corpfin/33act/index1933.shtml)>.

7. Zie voor de volledige tekst van de Securities Exchange Act 1934: <[www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/index1934.shtml](http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/index1934.shtml)>.

8. Zie voor de volledige tekst van de Sarbanes-Oxley Act 2002: <[www.law.uc.edu/CCL/SOact/toc.html](http://www.law.uc.edu/CCL/SOact/toc.html)>.

9. Zie over de implicaties van Sarbanes-Oxley: Van Ginneken 2003, p. 63-70 en Van Ginneken 2004, p. 150-157.

10. Zie bijvoorbeeld: *Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 825 A.2d 805 (Del. Ch.) 2003 en een uitgebreide bespreking van deze zaak en de bovengenoemde concepten: Bruner 2006, p. 1131-1189.

11. Artikel 102 DGCL.

## HOOFDSTUK 8

worden gewijzigd.<sup>12</sup> Bylaws zijn interne regelingen die worden opgesteld door de Board. De bylaws kunnen door de aandeelhouders worden gewijzigd tenzij de articles of incorporation deze bevoegdheid toewijzen aan de Board.<sup>13</sup> Een voorbeeld van een onderwerp dat in de bylaws geregeld wordt is de procedure tot de oproeping een vergadering. De articles of incorporation moeten in overeenstemming zijn met het corporate statute waaronder de vennootschap is geïncorporeerd en de bylaws moeten overeenstemmen met de articles of incorporation.

### 8.2 Vennootschapsrecht Delaware

#### 8.2.1 *Algemeen*

De noordoostelijk gelegen staat Delaware herbergt het overgrote deel van de grote Amerikaanse ondernemingen. Meer dan 50% van de beursgenoteerde corporations en ruim 60% van de Fortune 500 corporations<sup>14</sup> zijn geïncorporeerd in Delaware. In totaal zijn meer dan 280.000 ondernemingen juridisch gevestigd in de staat Delaware. Redenen hiervoor zijn de flexibele en vooruitstrevende Delaware General Corporation Law, de relatief lage statelijke belastingen, de moderne en servicegerichte benadering van het Office of the Secretary of State van Delaware en het feit dat de rechtbanken in Delaware bereid zijn gebleken om in hun uitspraken tegemoet te komen aan de wensen van de praktijk. Geschillen met betrekking tot de interne vennootschapsrechtelijke aangelegenheden worden veelal voorgelegd aan het Delaware Court of Chancery. Dit is een afzonderlijk en gespecialiseerd<sup>15</sup> gerechtshof, zonder jury's, met momenteel één Chancellor en vier Vice Chancellors. Tegen een uitspraak van de Delaware Court of Chancery kan bij het Delaware Supreme Court in beroep worden gegaan. Gezien het grote aantal in Delaware geïncorporeerde vennootschappen en het grote aantal uitspraken van de Delaware Courts, is het Delaware corporate statute verreweg het meest ontwikkeld.

Aangezien de corporation de rechtsvorm is die het meest gebruikt wordt door vennootschappen die het meest zouden kunnen profiteren van een VGM en dit de rechtsvorm is die het meest lijkt op de NV, zal ik de corporation beknopt bespreken. Ik zal me bij deze bespreking exclusief richten op het Delaware corporate statute. Gezien de grote juridische verschillen tussen aan de ene kant de Nederlandse RvB en RvC en aan de andere kant de Delaware Board of Directors zal ik

---

12. Artikel 242 DGCL.

13. Artikel 109 DGCL.

14. De Fortune 500 is een lijst van de top 500 Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen gemeten naar omzet. Het Fortune magazine verzamelt de gegevens en stelt de lijst jaarlijks samen. Zie: <<http://money.cnn.com/magazines/fortune>>.

15. Zie voor meer informatie over de gespecialiseerde rechtspraak in Delaware: Jacobs 2007, p. 80-85.

bij de bespreking van de Delaware regelgeving het vennootschapsbestuur aanduiden als “Board of Directors” of “Board”.

### 8.2.2 *Bevoegdheden AVA*

De bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering zijn vormgegeven in het corporate statute, de articles of incorporation en de bylaws. Hierdoor kunnen de bevoegdheden van de verschillende vennootschapsorganen verschillen per vennootschap. De DGCL geeft aandeelhouders slechts een beperkt aantal rechten aangezien het overgrote deel van de bevoegdheden binnen een corporation bij de Board of Directors berust. De belangrijkste rechten van aandeelhouders zijn:

- benoeming van de directors;
- goedkeuring van een fusie met een andere corporation;
- goedkeuring van de verkoop van een substantieel deel<sup>16</sup> van de activa van de onderneming;
- goedkeuring van de ontbinding van de corporation;
- goedkeuring van zakelijke transacties waarbij een of meer directors een belangenconflict hebben;
- goedkeuring van wijzigingen in de certificates of incorporation indien de wijziging betrekking heeft op aandelen en de daaraan verbonden rechten;
- wijziging van de bylaws tenzij deze bevoegdheid in de certificates aan de Board of Directors is gedelegeerd;
- het doen van niet bindende aanbevelingen betreffende het management, strategie of beleid van de vennootschap aan de Board of Directors.<sup>17</sup>

De overige bevoegdheden binnen de corporation berusten bij de Board of Directors. De directors zijn te verdelen in executive directors en non-executive directors. De executives houden zich met name bezig met het beleid, strategie en management van de onderneming. De non-executives hebben veelal een speciale expertise die hen in staat stelt om op een meer onafhankelijke wijze zitting te nemen in de Board en te adviseren over het ondernemingsbestuur. In de praktijk domineren de executive directors de vergaderingen van de Board als gevolg van de nauwere verbondenheid met de onderneming en de daaruit voortvloeiende kennisvoorsprong.<sup>18</sup>

### 8.2.3 *Oproeping en record date*

De meeste aandeelhoudersrechten kunnen slechts uitgeoefend worden tijdens de AVA. De DGCL vereist dan ook dat jaarlijks een AVA wordt georganiseerd. Wanneer er een vergadering wordt aangekondigd maar deze geen doorgang vindt,

16. Zie in dit verband ook de uitgebreide conclusie van advocaat-generaal Timmerman inzake ABN-AMRO. HR 13 juli 2007, LJN: BA 7970, CPG R07/102HR.

17. Zie over de rechten van aandeelhouders: Cox en Hazen 2003, p. 321 e.v.

18. Pinto en Branson 2004, p. 123 e.v.

## HOOFDSTUK 8

zorgen de directors ervoor dat de vergadering zo spoedig mogelijk alsnog plaatsvindt. Indien geen vergadering heeft plaatsgevonden binnen dertig dagen na de eerst aangekondigde datum, óf indien er geheel geen vergadering is aangekondigd in tenminste dertien maanden na de vorige vergadering, kan het Court of Chancery op verzoek van een aandeelhouder of director een vergadering aankondigen.<sup>19</sup> Eventuele uit de certificates of bylaws voortvloeiende quorumvereisten gelden niet op een dergelijke vergadering. De DGCL bepaalt niet wie de kosten draagt van een op initiatief van een aandeelhouder bijeengeroepen vergadering. De vergadering zelf zal dus een beslissing moeten nemen wie de kosten van de vergadering draagt. Dit brengt voor de initiërende aandeelhouder een zeker risico met zich mee.<sup>20</sup>

De oproeping dient vergezeld te worden van een mededeling waar en wanneer de vergadering plaats zal vinden. Geen enkel corporate statute stelt geografische beperkingen aan de locatie waar de vergadering gehouden wordt.<sup>21</sup> Dit betekent dat ook vergaderingen buiten de staat zijn toegestaan. Daarnaast staat Delaware vergaderingen toe waaraan aandeelhouders slechts via moderne communicatiemiddelen deel kunnen nemen.<sup>22</sup> Indien de oproeping niet volledig of niet op correcte wijze is geschied, kunnen de benadeelde aandeelhouders de op de AVA genomen besluiten door het Court of Chancery ongeldig laten verklaren. Indien een aandeelhouder ondanks de gebrekkige oproeping toch op de AVA verschijnt, is het voor hem niet meer mogelijk om een beroep te doen op het gebrek.<sup>23</sup>

De agenda wordt opgesteld door de directors. Bij oproeping worden de te behandelen onderwerpen vermeld of wordt verwezen naar het kantoor of de website van de vennootschap waar aandeelhouders van de agendapunten kennis kunnen nemen. De agenda is belangrijk, aangezien er slechts over agendapunten kan worden gestemd. Op de mogelijkheid voor aandeelhouders om agendapunten aan te dragen, ga ik in paragraaf 8.2.6 uitgebreid in.

Om te bepalen wie aandeelhouder is, raadpleegt de Board het aandeelhoudersregister. Aan de hand van het register wordt een lijst met aandeelhouders opgesteld. Deze lijst komt tot stand door op de record date te kijken wie aandeelhouder is.

---

19. §211c DGCL. Het Court of Chancery bepaalt tevens de tijd en plaats van de vergadering, de record date voor het bepalen van de stemgerechtigdheid en op welke wijze er wordt opgeroepen.

20. Zie: Coffee 1999, p. 32.

21. Zie bijvoorbeeld §211a lid 1 DGCL en §7.01b MBCA.

22. Zie paragraaf 8.4 voor de mogelijkheden om een geheel elektronische aandeelhoudersvergadering te organiseren.

23. *Lofland v. Di Sabatino*, 1991 WL 138505 (Del. Ch. 25 juli 1991). Als een aandeelhouder echter slechts komt om zijn beklag te doen over de gebrekkige oproeping, behoudt hij de mogelijkheid om zich op het gebrek te beroepen. *Darvin v. Belmont Industries Inc.* 199 N.W.2d 542 (Mich. Ct. Ap. 1972).

Overeenkomstig artikel 213 DGCL ligt deze record date minimaal tien en maximaal zestig dagen voorafgaand aan de werkdag voor de oproeping óf voor de werkdag voorafgaand aan de vergadering. Een aandeelhouder die op de record date als aandeelhouder geregistreerd wordt, is op de AVA stemgerechtigd ongeacht een eventuele vervreemding van zijn aandelen in de periode tussen de record date en de vergadering.<sup>24</sup>

#### 8.2.4 Proxy solicitation

Een groot gedeelte van de stemmen wordt in de Verenigde Staten uitgebracht via volmacht. Elke aandeelhouder mag iemand machtigen om voor hem de aandeelhoudersrechten uit te oefenen. Een volmacht mag niet ouder zijn dan drie jaar tenzij anders is bepaald bij de volmachtverlening.<sup>25</sup> Degene die de volmacht verkrijgt dient zorg te dragen voor een juiste uitvoering van de volmacht.<sup>26</sup> Indien het corporate statute het verlenen van volmachten toestaat, mag een aandeelhouder hierin niet (door bylaws) belemmerd worden.<sup>27</sup> Een volmacht kan gericht, blanco of open zijn.<sup>28</sup> Aandelen die middels volmacht op de vergadering “aanwezig” zijn, tellen, ongeacht een voortijdig vertrek van de gevolmachtigde, mee voor de berekening van het quorum. Het verlenen van de volmacht kan zowel schriftelijk als elektronisch geschieden, zolang kan worden vastgesteld dat de volmacht verleend is, wie de verlener is en waartoe de volmacht strekt. Proxies spelen in de Verenigde Staten een belangrijke rol in de AVA. Mede dankzij het systeem van volmachten (al dan niet verworven door de vennootschap) wordt er op gemiddeld 85% van de uitstaande aandelen gestemd.<sup>29</sup> Absenteïsme is in de Verenigde Staten dus geen probleem. Het overgrote deel van dit hoge percentage is door middel van proxies uitgebracht. Een groot gedeelte van de volmachten is blanco aan de Board verstrekt maar ook als dat niet het geval is, zijn de verstrekte volmachten niet gebaseerd op enige gedachtewisseling op de AVA.

Veel vennootschappen houden zich actief bezig met het werven van volmachten. De reden voor het werven van volmachten door vennootschappen is niet alleen het vergaren van voldoende stemmensteun voor bepaalde voorstellen, maar vloeit

24. Cox en Hazen 2003, p. 346 e.v.

25. Artikel 212 DGCL.

26. Zie *Rice & Hutchins, Inc. v. Triplex Shoe Co.*, 147 A 317, 322 (Del. Ch. 1929) en 152 A. 342 (Del. 1930): “A person acting as proxy for another is but the latter’s agent and owes to the latter the duty of acting in strict accord with those requirements of a fiduciary relationship which inhere in the conception of agency.”

27. *People’s Home Saving Bank v. Superior Court*, 38 P. 452 (Cal. 1894).

28. Zie ook paragraaf 2.8.1.

29. Het gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen op de AVA 2005 van vennootschappen die zijn opgenomen in de belangrijkste beursindex van Nederland is 33%, Duitsland 46%, Australië 50%, Frankrijk 58%, Verenigd Koninkrijk 58%, Zwitserland 61% en de Verenigde Staten 85%. Zie: Manifest 2005, p. 15.

ook voort uit regelgeving.<sup>30</sup> Het werven van volmachten, oftewel proxy solicitation, is onderworpen aan een uitgebreide federale regulering die gebaseerd is op paragraaf 14a van de Securities and Exchange Act 1934. Aan de Securities Exchange Commission (afgekort “SEC”) is de handhaving van paragraaf 14a toebedeeld. De SEC heeft hiertoe een groot aantal regels uitgevaardigd, de zogenaamde “Proxy Rules”. Deze regels hebben onder andere tot gevolg dat iedereen die proxies wil verwerven, aan de benaderden een “proxy statement” moet toezenden. Een proxy statement is een verklaring waarin uitgebreide informatie is opgenomen over de identiteit, achtergrond en plannen van degene die de volmachten wil verwerven.<sup>31</sup> Alle meegestuurde informatie dient door de SEC te worden goedgekeurd<sup>32</sup> en kan indien deze onjuist of misleidend is leiden tot aansprakelijkheid.<sup>33</sup> Gezien de betekenis van het voorafgaand aan de vergadering met aandeelhouders communiceren in de Verenigde Staten, heeft de SEC eveneens regels opgesteld die aandeelhouders in staat stellen hun ideeën vóór de vergadering onder de aandacht van de overige aandeelhouders te brengen om zo volmachten te verwerven. De regels met betrekking tot het verwerven van proxies door aandeelhouders zijn terug te vinden in rule 14a-7. Regels met betrekking tot het agenderingsrecht staan in rule 14a-8. Ik zal beide rules achtereenvolgens bespreken.

#### 8.2.5 Rule 14a-7, volmachtverwerving

De vennootschap beschikt over een aandeelhouderslijst zodat de Board of Directors de aandeelhouders rechtstreeks kan benaderen. Rule 14a-7 creëert voor aandeelhouders de mogelijkheid om eveneens van deze lijst gebruik te maken. Aandeelhouders kunnen, in reactie op het proxy solicitation materiaal van de Board, hun eigen proxy materiaal laten versturen door de vennootschap. Zij kunnen daarbij tevens aan hun medeaandeelhouders vragen om de proxy aan hen te verstrekken. Dit betekent dat de benaderde aandeelhouders kunnen kiezen aan wie ze hun proxy af willen geven. Men spreekt ook wel van “proxy contest” of

30. In de Verenigde Staten is het voor de Board of Directors van beursgenoteerde vennootschappen vrijwel onmogelijk om zonder volmachtverwerving de vennootschap te besturen. Dit vloeit voort uit bepalingen uit de DGCL, de certificates (in het bijzonder de quorumbepalingen) en uit beursreglementen die proxy solicitation verplicht stellen. Zie: New York Stock Exchange Listed Company Manual, § 402.04: “*Actively operating companies are required to solicit proxies for all meetings of shareholders. The purpose and intent is to afford shareholders a convenient method of voting, with adequate disclosure, on matters which may be presented at shareholders’ meetings. Exception may be made where applicable law precludes or makes virtually impossible the solicitation of proxies in the United States.*”

31. Rule 14a-3. Zie voor het volledige SEC proxy statement formulier: <[www.sec.gov/about/forms/sched14a.pdf](http://www.sec.gov/about/forms/sched14a.pdf)>.

32. Rule 14a-6.

33. Rule 14a-9. Het Amerikaanse Supreme Court bepaalde in *J.I. Case v. Borak*, 377 US 426 (1964) dat aandeelhouders een eigen actie kunnen instellen bij een rechter en schadevergoeding kunnen eisen wanneer rule 14a-9 wordt overtreden.

“proxy fight” wanneer zowel de Board als een (groep van) aandeelhouder(s) proberen om voor een bepaald onderwerp volmachten te verwerven.

Voorwaarden voor deze vorm van proxy solicitation zijn dat de aandeelhouder bevoegd is om op de AVA te stemmen, dat hij schriftelijk verzoekt om verzending en dat hij de kosten voor zijn rekening neemt. Er zijn geen beperkingen qua omvang van het materiaal en de ruimte voor censuur of het afwijzen van het verzoek door de vennootschap is zeer beperkt. Rule 14a-7 biedt vennootschappen de keuze tussen de mogelijkheid dat zij zelf het materiaal versturen of dat zij aan de desbetreffende aandeelhouder de aandeelhouderslijst overhandigen zodat de aandeelhouder het materiaal zelf kan versturen.<sup>34</sup>

De kosten van een proxy solicitation campagne vormen voor aandeelhouders een grote drempel om van rule 14a-7 gebruik te maken. De kosten van juridische bijstand,<sup>35</sup> het laten opstellen en controleren van het materiaal,<sup>36</sup> de drukkosten en de eventuele verzendkosten zorgen ervoor dat een proxy solicitation campagne een zeer kostbare zaak voor een aandeelhouder is.<sup>37</sup> Daartegenover staat, dat de Board voor zijn proxy solicitation campagne in principe gebruik mag maken van de middelen van de vennootschap.<sup>38</sup> Gezien het feit dat de kosten van het opstellen, het wijzigen en het laten goedkeuren van het materiaal niet correleren met de grootte van de vennootschap, vormen deze kosten bij kleinere vennootschappen een hoge drempel. De dissidente aandeelhouder draagt bij een proxy campagne zijn eigen kosten en betaalt indirect ook de kosten van de vennootschap daar dit ten koste gaat van de winst. De AVA kan echter besluiten de kosten van de aan-

- 
34. Gezien de grote transparantie die de aandeelhouderslijst geeft in het aandeelhoudersbestand, is een vennootschap terughoudend met het verstrekken van deze lijst en zal ze veelal het materiaal (samen met het eigen materiaal) versturen. Aandeelhouders geven vaak de voorkeur aan het zelf verzenden aangezien ze dan het proxy materiaal niet eerst aan de vennootschap hoeven te laten zien.
35. Diverse bedrijven bieden diensten aan om het gehele proces van proxy solicitation te begeleiden of verzorgen en de steun voor een voorstel te maximaliseren. Dit proces begint met het identificeren van de aandeel- of volmachthouders van een vennootschap. Daarna wordt het proxy solicitation materiaal samengesteld en worden de aandeelhouders ingelicht. Zie bijvoorbeeld InvestorCom, Inc. <[www.investor-com.com/proxysol.htm](http://www.investor-com.com/proxysol.htm)>. Zie voor een aantal voorbeelden van een (succesvolle) proxy solicitation campagne: <[www.foe.org/international/shareholder/solicitation.html](http://www.foe.org/international/shareholder/solicitation.html)>.
36. Damon Silvers, Associate General Counsel of the American Federation of Labor - Congress of Industrial Organizations stelt dat de kosten tot het moment “*where you can legally send it, meaning writing the documents and getting it through the SEC process, is between 250 000 and 500 000 [U.S.-] dollars, if it is not seriously contested.*” Citaat uit *Bebchuck* 2003, p. 84.
37. Damon Silvers schat de kosten voor het printen en verzenden voor de Verenigde Staten voor een eerste mailing bij een beursvennootschap op minimaal één miljoen dollar. Deze schatting is weergegeven in: Loss en Seligman 2004, p. 475. Zie aldaar eveneens een overzicht van een aantal zeer dure proxy campagnes: Viacom/Paramount/QVC: US\$ 332 Mio.; H-P/Compaq/W. Hewlett: US\$ 232 Mio.; AOL/Time Warner US\$ 127 Mio.; GE/Honeywell, US\$ 122 Mio.
38. Zie: *Rosenfeld v. Fairchild Engine & Airplane Corporation*, 309 N.Y. 168, 128 N.E.2d 291, 1955.

## HOOFDSTUK 8

deelhouder te vergoeden. De vergadering zal hiertoe veelal geneigd zijn indien de dissidente aandeelhouder het proxy fight heeft gewonnen. Hierdoor geldt veelal het principe “the winner takes it all” waarbij de winnaar dus alle baten en de verliezende partij alle kosten heeft. Aandeelhouders zullen aldus zelden een proxy fight starten als ze niet verzekerd zijn van substantiële stemmensteun en een reële kans maken om het gevecht te winnen. In de gevallen waarin het de aandeelhouder niet gaat om de macht in de vennootschap,<sup>39</sup> maar waar een aandeelhouder slechts invloed wil uitoefenen op een onderdeel van het te voeren beleid, is een proxy contest een te dure oplossing. Aandeelhouders maken dan ook vaker gebruik van de tweede mogelijkheid om proxies te verwerven, namelijk rule 14a-8.

### 8.2.6 Rule 14a-8, agenderingsrecht

Rule 14a-8 geeft aandeelhouders in beursvennootschappen het recht om de Board te verzoeken om bepaalde onderwerpen op de agenda te plaatsen. Een aandeelhouder kan een verzoek doen indien hij 1% van het aandelenkapitaal verschaft of indien zijn aandelen een marktwaarde hebben van tenminste \$ 2000. Deze aandelen moeten reeds een jaar voordat de aandeelhouder het verzoek doet in zijn bezit zijn. Daarnaast moeten de aandelen ook nog op het moment van de AVA in zijn bezit zijn. Een verzoek dat de directors overeenkomstig de hieronder te bespreken normen niet kunnen weigeren, wordt in de agenda opgenomen en de ondersteunende verklaring wordt (tegelijkertijd met de oproeping) verzonden aan de aandeelhouders. Rule 14a-8 heeft twee voordelen ten opzichte van rule 14a-7. Ten eerste zijn aandeelhouder niet afhankelijk van de vraag of de Board al dan niet voornemens is om over een bepaald onderwerp een proxy solicitation te voeren.<sup>40</sup> Ten tweede draagt de aandeelhouder slechts de kosten die verband houden met het opstellen en doen van het verzoek en neemt de vennootschap de verveelvuldigings- en verspreidingskosten op zich.

Een verzoek moet 120 dagen voor het publiceren van het proxy statement van de Board worden gedaan. Aandeelhouders wordt het hiermee, praktisch gezien, onmogelijk gemaakt om het agenderingsrecht te gebruiken om op actuele ontwikkelingen in te spelen. Een verzoek mag inclusief ondersteunende verklaringen vijfhonderd woorden tellen. De directors mogen het verzoek weigeren indien het agenderingsrecht door een aandeelhouder wordt misbruikt voor persoonlijk gewin. Een verzoek wordt eveneens afgewezen indien het een onderwerp betreft waartoe aandeelhouders overeenkomstig het recht van de betrokken staat niet kunnen beslissen, zoals bijvoorbeeld het wijzigen van de articles of incorpora-

---

39. Bij een proxy contest die gaat over de verkiezing van leden van de Board of Directors geeft rule 14a-11 nog speciale regels waaraan voldaan moet worden.

40. Indien een aandeelhouder wil reageren op een voorstel van de Board, staat de weg van rule 14a-8 niet open. Er ligt dan immers een voorstel van de Board en rule 14a-8 is niet bedoeld voor reacties op reeds geagendeerde punten/voorstellen. Hij zal met behulp van de mogelijkheden die rule 14a-7 biedt tegen het bestuursvoorstel op moeten komen. Zie rule 14a-8c9.



tion.<sup>41</sup> Een verzoek tot het wijzigen van de bylaws en het ter stemming brengen van bepaalde moties behoren wel tot de mogelijkheden. Verzoeken die niet voldoende duidelijk en specifiek zijn of in strijd zijn met andere regelingen hoeven eveneens niet te worden gehonoreerd. Daarnaast geven de SEC-regels<sup>42</sup> nog vijf bijzondere weigeringsgronden aan:

1. Dividuitkeringen: in tegenstelling tot de meeste Europese systemen beslissen directors in plaats van aandeelhouders over de verdeling van de winst. Een voorstel dat betrekking heeft op de hoogte van het dividend moet geweigerd worden.
2. Relevantie: indien het verzoek betrekking heeft op zaken die voor minder dan 5% van de totale activa en van de winst in het meest recente fiscale jaar meetellen en op geen andere wijze significant gerelateerd zijn aan de onderneming, wordt het verzoek als niet relevant ter zijde geschoven.
3. Aantal verzoeken: het is een aandeelhouder slechts toegestaan om per vergadering één verzoek in te dienen.
4. Conflicterend met voorstellen van de vennootschap: indien een verzoek conflicterend is met een voorstel van de vennootschap, wordt een dergelijk verzoek eveneens geweigerd. Deze weigeringsgrond biedt directors de mogelijkheid om reagerend op een verzoek een conflicterend tegenvoorstel op de agenda te zetten en zo het verzoek van de aandeelhouder te weigeren. Deze mogelijkheid wordt in beginsel beperkt door de directors' duty of care maar relevante jurisprudentie is op dit punt niet aanwezig.<sup>43</sup>
5. Benoeming directors: een verzoek dat betrekking heeft op de benoeming van een director wordt geweigerd. Een aandeelhouder die een dergelijke motie toch aan andere aandeelhouders wil voorleggen, kan hiertoe op eigen kosten eventueel een proxy contest starten. In het bijzonder deze laatste weigeringsgrond heeft veel discussie losgemaakt.<sup>44</sup> Dit heeft geresulteerd in een voorstel tot wijziging van deze grond.<sup>45</sup>

41. Er is in de Verenigde Staten een levendige discussie gaande over de vraag of aandeelhouders eveneens de bevoegdheid moeten krijgen om een voorstel te doen tot het wijzigen van de articles of incorporation (statuten). De bekendste voorstander is Bebchuck 2005, p. 836-913 en in Bebchuck 2006, p. 1784-1813. De reacties van een aantal opposanten: Mirvis, Rowe Savitt 2007, p. 11 en Strine 2006, p.1759-1763.

42. Rule 14a-8c en i, sub 5, 8, 9 en 13.

43. De met betrekking tot fiduciary duties relevante jurisprudentie is voor het overgrote deel gerelateerd aan proxy fights, beschermingsmaatregelen en vereisten voor een gekwalificeerde meerderheid. In *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988), besloot het Delaware Court dat de Board of Directors een maatregel mag nemen "for the sole or primary purpose of thwarting a shareholder vote" mits de board een "compelling justification" voor de maatregel heeft. Tot op heden is er onder Delaware-recht nog geen "compelling justification" gevonden. Zie: McBride en Gibbs 2001, p. 927-929.

44. Zie onder andere: Bainbridge 2004, p. 5 en Bebchuck 2003, p. 43 en Grundfest 2003, p. 9.

45. Director Nominations, Exchange Act Release No. 34-48626, 14 oktober 2003, <[www.sec.gov/rules/proposed/34-48626.htm](http://www.sec.gov/rules/proposed/34-48626.htm)>, met een voorstel voor een nieuw §240.14a-11. De belangrijkste wijziging is dat vennootschappen onder bepaalde omstandigheden de voorkeurskandidaat van een langetermijnaandeelhouder noemen in het proxy materiaal. De huidige status van het voorstel is te raadplegen via: <[www.sec.gov/spotlight/dir-nominations.htm](http://www.sec.gov/spotlight/dir-nominations.htm)>.

## HOOFDSTUK 8

Indien een vennootschap van plan is om een verzoek te weigeren, moet zij de weigering en de redenen hiervoor uiterlijk tachtig dagen voor de publicatie van de proxy statement bij de SEC bekend maken. Een kopie van deze mededeling dient naar de verzoekende aandeelhouder te worden verzonden. De aandeelhouder kan ervoor kiezen om de SEC zijn zienswijze bekend te maken alvorens de SEC een beslissing neemt over de validiteit van de weigering.<sup>46</sup>

### *8.2.7 Evaluatie Delaware-systeem van proxy solicitation*

In het ideale stelsel van proxy solicitation staan aan aandeelhouders dezelfde faciliteiten ter beschikking als aan de vennootschap. Deze faciliteiten zijn bijvoorbeeld websites, mailings, adresbestanden enzovoort. Door het gelijkelijk ter beschikking stellen van de faciliteiten wordt een level playing field gecreëerd om stemmen te vergaren ter ondersteuning van een bepaald standpunt. Geen der stemmenverwerwers geniet hierbij een mediumvoordeel. Aandeelhouders zullen de voor hen meest wenselijke beslissing nemen in plaats van de meest gepromote keuze. Veelal zullen deze twee alternatieven samenvallen, doch dit hoeft niet noodzakelijkerwijs zo te zijn.<sup>47</sup> Geconcludeerd kan worden dat er met betrekking tot proxy solicitation in Delaware geen sprake is van gelijke mogelijkheden voor de Board en de aandeelhouders. De nadelen van rule 14a-7 voor een aandeelhouder zijn dat de kosten hoog zijn en de winstkansen gering en dat er slechts gebruik van kan worden gemaakt indien er gereageerd kan worden op een proxy solicitation campagne van de vennootschap. De nadelen van rule 14a-8 zijn de limitering van het aantal woorden in het voorstel en in de toelichting tot vijfhonderd en de vergaande excepties. Vanwege deze nadelen wordt er door aandeelhouders relatief weinig gebruik gemaakt van de mogelijkheden om proxy solicitation in te zetten.<sup>48</sup>

Indien een vergadering virtueel georganiseerd wordt zoals beschreven in hoofdstuk één, dus mét een discussieforum, ontstaan er geheel nieuwe mogelijkheden om aandeelhouders te overtuigen van een bepaalde mening. Aandeelhouders kunnen op de diverse fora elkaar, vrijwel kosteloos en zonder noodzakelijke voorzet van de Board, informeren over bepaalde (van de Board afwijkende) meningen zonder hierbij gebonden te zijn aan diverse proxy solicitation regels, zoals de vijfhonderdwoordenlimitering. Een dergelijke discussie valt niet onder proxy solicitation aangezien deze discussie niet voorafgaand maar tijdens de vergadering plaatsvindt en proxies slechts voorafgaand aan de vergadering kunnen worden gegeven. Wel kunnen aandeelhouders naar aanleiding van de aangevoerde argumentatie hun stem uitbrengen in het virtuele stemlokaal. Alhoewel proxy solicitation als zodanig op een VGM-platform niet mogelijk is, kunnen aandeelhouders

---

46. Rule 14a-8g.

47. Zie: Van Ginneken 1998, p. 139.

48. Goforth 1994, p. 401.

hetzelfde resultaat bereiken door andere aandeelhouders te overtuigen van een bepaalde mening.<sup>49</sup>

### 8.2.8 Informatierecht

Artikel 220 DGCL verschaft aandeelhouders het recht op inzage in de boeken van de vennootschap. De ratio van deze bepaling is dat aandeelhouders recht op informatie over hun investering hebben om zo hun eigen belangen te beschermen.<sup>50</sup> Er is veel rechtspraak over de omvang van het recht op inzage.<sup>51</sup> Een rechtbank mag het recht op inzage beperken tot die stukken die noodzakelijk zijn om de belangen van de aandeelhouder te beschermen.<sup>52</sup>

Als we kijken naar recente zaken waarin inzage ten onrechte is geweigerd, zien we dat inzage gerechtvaardigd is als het gaat om:

- de financiële toestand en de redelijkheid van dividend;<sup>53</sup>
- een waardebeoordeling van de aandelen voor aan- of verkoop;<sup>54</sup>
- het onderzoeken van “mismanagement”;<sup>55</sup>
- het verkrijgen van een lijst met aandeelhouders om hen voorafgaand aan de AVA te benaderen om volmachten te werven of anderszins de stemming te beïnvloeden;<sup>56</sup>
- informatie betreffende vennootschapsrechtelijke transacties met het doel deze te gebruiken in een rechtszaak tegen de vennootschap of de directors.<sup>57</sup>

Als vuistregel is te stellen dat het doel van een inzage redelijk is, zelfs als een inzage niet in het direct belang van de vennootschap is. Het doel is echter niet gepast indien het tegen het belang van de vennootschap ingaat. Onder de ongepaste doelen die reden zijn voor het weigeren van een inzage bevindt zich in ieder geval de situatie waarin het doel is om:

- vertrouwelijke bedrijfsinformatie te verkrijgen of een concurrent te helpen;<sup>58</sup>
- zakelijke vooruitzichten of investeringen te verzekeren;<sup>59</sup> en

49. Zie over het verwerven van volmachten/stemmensteun: paragraaf 7.4.4.

50. *Otis-Hidden Co. v. Scheirich*, 219 S.W. 191 (Ky. 1920).

51. Zo ziet het recht op inspectie niet op kwartaalcijfers (*State ex rel. Jones v. Ralston Purina Co.*, 358 S.W. 2d 772, Mo. 1912) maar wel op contracten en correspondentie betreffende lopende zaken (*Meyer v. Ford Industries*, 538 P.2d 353, Or. 1975).

52. Artikel 220 sub c onder drie DGCL. Zie: *Wells v. League of American Theatres & Producers Inc.*, 706 N.Y.S. 2d 599, 604 (Sup. Ct. 2000).

53. *Gregson v. Packing & Insulations Corp.*, 708 A.2d 533 (R.I.1998).

54. *Friedman v. Altoona Pipe & Steel Co.*, 460 F.2d 1212 (d3 Cir. 1972).

55. *Security First Corp. v. U.S. Die Casting and Dev. Co.*, 687 A.2d 536 (Del. 1997).

56. *Shamrock Assoc. v. Texas Am. Energy Corp.*, 517 A.2d 658 (Del. Ch. 1986).

57. *Compaq Computer Corp. v. Horton*, 631 A.2d 1 (Del. 1993).

58. *Morton v. Rogers*, 514 P.2d 752 (Ariz. Ct. Ap. 1973).

59. *E.L. Bruce Co. v. State ex rel. Gilbert*, 144 A.2d 533 (Del. 1958).

## HOOFDSTUK 8

- onregelmatigheden in zakelijke transacties op te sporen om hiermee de vennootschap te chanteren met de dreiging van een op de gevonden onregelmatigheden<sup>60</sup> gebaseerde rechtszaak.<sup>61</sup>

Als vuistregel kunnen we stellen dat een verzoek tot inzage onredelijk is indien de inzage voornamelijk tot doel heeft om de nieuwsgierigheid te bevredigen of om het management lastig te vallen.<sup>62</sup>

Indien een vennootschap geen inzage toestaat of na vijf werkdagen nog geen reactie op het verzoek tot inzage heeft gegeven, kan de aandeelhouder het Court of Chancery verzoeken om een dergelijke inzage te bevelen.<sup>63</sup> Het Court of Chancery beslist bij een dergelijk verzoek eveneens over de reikwijdte van de inspectie en welke bronnen er ter inzage moeten worden aangeboden.

### 8.2.9 De vergadering

Minstens tien dagen voor de vergadering stelt degene die het toezicht houdt over het aandeelhoudersregister van een vennootschap een complete lijst op van aandeelhouders die gerechtigd zijn om te stemmen.<sup>64</sup> Deze lijst wordt opgesteld in alfabetische volgorde en bevat de namen, de adressen en het aantal aandelen waarvoor de aandeelhouder een stem kan uitbrengen. Deze lijst is minimaal tien dagen voorafgaand aan de vergadering te raadplegen via een toegankelijk elektronisch netwerk of tijdens kantooruren op het hoofdkantoor. Indien de lijst elektronisch raadpleegbaar is, mag de vennootschap stappen nemen om te waarborgen dat alleen aandeelhouders de lijst kunnen inzien. Ook tijdens de vergadering dient de lijst nog raadpleegbaar te zijn.

De gang van zaken op de AVA wordt voornamelijk geregeld door de certificates, de bylaws en de interne corporate governance regelingen. Het toezien op een juist verloop van de vergadering en het handhaven van de orde is de taak van de chairman, de voorzitter van de vergadering. De chairman is veelal de voorzitter van de Board of de chief executive officer (“CEO”) maar dit kan ook een buitenstaander zijn. De chairman beslist over alle zaken waar niet door bovengenoemde regelingen in wordt voorzien. Er bestaan verschillende handboeken waarin richtlijnen ter handhaving van de orde zijn opgenomen. Veel vennootschappen maken gebruik van “Robert’s Rules of Order”<sup>65</sup> of van het “Handbook for the Conduct of Shareholders’ Meetings”.<sup>66</sup>

---

60. Dit doel lijkt in tegenspraak met de vijfde grond waarop niet geweigerd mag worden. Dit is echter niet het geval. Bij de vijfde grond heeft de claimant echt een punt dat mogelijk aanleiding is voor een schadevergoeding. Bij het derde doel probeert een claimant op basis van kleine onregelmatigheden inzage te eisen en de vennootschap te chanteren.

61. *Shabshelowitz v. Fall River Gas Co.*, 588 N.E.2d 630 (Mass. 1992).

62. Cox en Hazen 2003, p. 330.

63. Artikel 220 sub c DGCL.

64. Artikel 219 DGCL.

65. Robert, 2000.

66. American Bar Association, 2000.

De chairman wordt bijgestaan door een door de vennootschap aangestelde inspecteur. Ingevolge artikel 231 DGCL heeft de inspecteur de volgende taken:

- vaststellen van het aantal uitstaande aandelen en de aan elk aandeel verbonden stemmen;
- vaststellen welke aandelen er, al dan niet via volmacht, op de vergadering vertegenwoordigd zijn;
- alle uitgebrachte stemmen tellen; en het
- vaststellen en bewaren van een logboek van alle bevindingen.

De inspecteur kan zich in de uitoefening van zijn taken laten bijstaan door één of meer personen. De rol van de DGCL-inspecteur lijkt qua takenpakket tijdens de AVA op die van de Nederlandse notaris. Een groot verschil is wel dat de inschakeling van een inspecteur op basis van de DGCL verplicht is terwijl de inschakeling van een notaris op basis van Boek 2 BW slechts optioneel is.

#### 8.2.10 Besluitvorming

In principe komt elk besluit op de AVA tot stand door stemming met gewone meerderheid. Aandeelhouders kunnen echter een resolutie aannemen om de bylaws te laten bepalen dat er over bepaalde onderwerpen met gekwalificeerde meerderheid wordt gestemd. De bylaws mogen dan niet zonder toestemming van de aandeelhouders door de Board worden veranderd zodat zou kunnen worden teruggekeerd naar stemmen met gewone meerderheid.<sup>67</sup> Artikel 212 DGCL geeft het principe van “one-share, one-vote” weer. In de articles of incorporation kan het aantal stemmen per aandeel worden verhoogd of verlaagd. De meest voorkomende afwijkingen van het “one-share, one-vote” principe zal ik hieronder bespreken.

Vennootschappen kunnen verschillende klassen aandelen uitgeven. Zo kunnen er klassen met meervoudig stemrecht maar ook klassen zonder stemrecht worden gecreëerd.<sup>68</sup> De klasse zonder stemrecht wordt over het algemeen gehouden door een wijdverspreid publiek terwijl de klasse met stemrecht berust bij oprichters, Board of andere partijen. Houders van dergelijke ‘stemrechtloze’ aandelen mogen overigens wel stemmen over vennootschapsrechtelijke veranderingen die direct betrekking hebben op hun belangen als aandeelhouder.<sup>69</sup>

Artikel 214 DGCL geeft vennootschappen de mogelijkheid om in hun certificaten te bepalen dat voor alle of bepaalde benoemingen van directors cumulatief kan worden gestemd. Elke aandeelhouder is dan gerechtigd om zoveel stemmen uit te brengen als de uitkomst van het product van zijn aantal aandelen en het aantal te

67. Artikel 216 DGCL en Verret 2007, p. 4.

68. Artikel 151 DGCL. Daarnaast staat artikel 313 van de NYSE Listed Company Manual uitdrukkelijk de notering van aandelen zonder stemrecht toe. De reglementen van zowel NASDAQ als AMEX zeggen niets over de uitgifte of notering van aandelen zonder stemrecht.

69. Zie: *Lehrmann v. Cohen*, 222 A.2d 800 (Del. 1966).

## HOOFDSTUK 8

kiezen directors. Met andere woorden: een aandeelhouder die honderd aandelen houdt mag bij een verkiezing van drie bestuurders, driehonderd stemmen uitbrengen. Hij mag zijn driehonderd stemmen uitbrengen op één kandidaat maar mag zijn stemmen ook verdelen over de verschillende kandidaten voor de posities. Het doel van het cumulatief stemmen is om minderheidsaandeelhouders meer zekerheid te geven dat zij in de Board vertegenwoordigd worden.<sup>70</sup> Zonder cumulatief stemmen zou een meerderheidsaandeelhouder per positie de stemming bepalen, wat zou resulteren in een minder veelzijdig samengestelde Board.<sup>71</sup> Een essentiële voorwaarde voor het goed werken van het cumulatief stemmen is uiteraard dat er over alle Board-posities in één keer wordt gestemd. Juist aan deze essentiële voorwaarde wordt vaak niet voldaan doordat corporations het systeem van staggered boards hanteren. Dit systeem houdt in dat in een enkel jaar slechts een derde of een kwart van de Board-leden door de aandeelhouders kan worden vervangen.<sup>72</sup>

Een andere veel voorkomende afwijking van het “one-share, one-vote” principe is de voting trust. De voting trust is vergelijkbaar met certificering, aangezien het stemrecht komt te rusten bij een trustee en het economisch eigendom bij de trustor. De voting trust is een uitvinding van praktijkjuristen om een fiscaal aantrekkelijke onherroepelijke volmacht te realiseren.<sup>73</sup> De voting trust is later ook wettelijk verankerd in artikel 218 DGCL. Een voting trust kan ook door aandeelhouders worden opgezet. Het trust agreement moet schriftelijk worden opgesteld en aan de vennootschap kenbaar worden gemaakt. Het trust agreement ligt ten kantore van de vennootschap ter inzage voor andere aandeelhouders. De voting trustee dient te stemmen overeenkomstig de in het trust agreement gegeven richtlijnen of criteria. Wijzigingen in het trust agreement dienen eveneens aan de vennootschap kenbaar te worden gemaakt.

Artikel 215 DGCL biedt vennootschappen de mogelijkheid om quorumvereisten op te nemen in de articles of incorporation. Ook is het mogelijk om verschillende klassen aandelen uit te geven en ook hier quorumvereisten op van toepassing te verklaren. Daarnaast kunnen de articles ook bepalen dat één aandeelhouder slechts een beperkt aantal stemmen kan uitbrengen<sup>74</sup> of juist een progressief toe-

70. Zie: *Maddock v. Vorlone Corp.*, 147 A 255 (Del. Ch. 1929).

71. Naast een minderheidsaandeelhouder zal ook een meerderheidsaandeelhouder de stemstrategie moeten aanpassen. Stel, een vennootschap heeft duizend uitstaande aandelen en tien bestuurders te benoemen. A houdt zeshonderd aandelen, B houdt er vierhonderd. A zou dus in principe de meerderheid van de bestuurders kunnen kiezen. Als A zijn stemmen echter evenredig verdeelt tussen de tien posities en B cumuleert zijn vierduizend stemmen op zes kandidaten, zal B zes bestuurders benoemen en A slechts vier. Voor een voorbeeld waarin de meerderheidsaandeelhouder verzaakte om zijn strategie aan te passen zie: *Stancil v. Bruce Stancil Refrigeration, Inc.*, 344 S.E.2d 789 (N.C. Ct. Ap. 1986).

72. Bebchuk, Coates en Subramanian 2002, p. 23.

73. Ballantine 1942, p.12 en Woloszyn 1975, p. 8.

74. Het plaatsen van een maximaal aantal uit te brengen stemmen, werd toelaatbare afwijking van het “one share, one vote-principe” geacht. Zie: *Providence & Worcester Co. v. Baker*, 378 A.2d 121, Del. 1977.

nemend aantal stemmen naar gelang het aandelenbelang groter is.<sup>75</sup> Het corpora- te statute, de certificates en de bylaws dienen zorgvuldig bestudeerd te worden om te bepalen of en zo ja welk quorum van welke klasse aandelen is vereist voor een bepaald besluit. Op het moment dat een quorum eenmaal fysiek of per vol- macht aanwezig is op een vergadering, kan dit niet ongedaan gemaakt worden door het zich terugtrekken van een of meer aandeelhouders.<sup>76</sup>

Over alle onderwerpen wordt, al dan niet met quorum, gestemd met meerder- heid van stemmen. De DGCL vereist voor geen enkel besluit een gekwalificeer- de meerderheid. In de certificates of bylaws kan hiervan worden afgeweken.

Typerend voor de macht van de Board of Directors en de geringe zeggenschap voor aandeelhouders is het feit dat veel Delaware-corporations de zogenaamde plurality voting hanteren. Dit houdt in dat aandeelhouders slechts kunnen kiezen tussen instemmen met de voorstellen, of hun stem onthouden. Hiermee is, ook wanneer slechts een minderheid instemt, het voorstel aangenomen. De laatste jaren is overigens wel de trend waarneembaar dat corporations steeds meer over- stappen op majority voting waarbij aandeelhouders wel een tegenstem kunnen geven.<sup>77</sup>

### 8.3 Corporate governance

Uit de bestudering van de Delaware-regelgeving blijkt dat aandeelhouders weinig rechten binnen de Delaware-vennootschap hebben. De kern van de bevoegdheden komt toe aan de Board of Directors. Werkelijke grip op de Board hebben aan- deelhouders vaak niet. De belangrijkste bevoegdheid van de aandeelhouders is de benoeming en het ontslag van directors, maar zelfs die bevoegdheid is doorgaans vergaand ingeperkt door het systeem van staggered boards. Dit systeem houdt in dat in een enkel jaar slechts een derde of een kwart van de Board-leden door de aandeelhouders kan worden vervangen.<sup>78</sup> In de Verenigde Staten is het verwerven van volmachten (al dan niet door de vennootschap) gebruikelijk. Mede hierdoor wordt er op gemiddeld 85% van de aandelen gestemd. Het systeem van vol- machtsverwerving kent ook nadelen:

1. Hoewel aandeelhouders voorafgaand aan het geven van een volmacht zich redelijk kunnen informeren, is de volmacht(sinstructie) niet gebaseerd op de beraadslagingen ter vergadering.
2. Hoewel cijfers ter onderbouwing van de stelling dat het in de opkomst van het op de vergadering *aanwezige* kapitaal laag is ontbreken, lijkt mij dit een lo- gisch gevolg van de gangbare volmachtenpraktijk.

75. Zie: *Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368, Del. 1996.

76. *Testa v. Jarvis*, 1994 WL 30517, 19 Delaware Journal of Corporate Law 12, 1994.

77. Cools, Abma en Joosen 2007, p. 44.

78. Bebchuk, Coates en Subramanian 2002, p. 23.

## HOOFDSTUK 8

3. Indien de vorige stelling juist is, zal dit een negatieve invloed hebben op de kwaliteit van het debat op de AVA. De kwaliteit van het debat kan daarnaast aangetast worden door het feit dat de Board door de verworven volmachten in voorkomende gevallen de uitkomst van de stemming reeds weet.

Het governance systeem is zo ingericht dat de markt falend management zou kunnen corrigeren. Het principal-agent probleem wordt niet binnen de vennootschap opgelost maar via het effectenrecht, het aansprakelijkheidsrecht en de markt voor corporate control.

- Effectenrecht: de federale overheid stelt via het effectenrecht uitgebreide openbaarmakingsverplichtingen in die de markt in staat moeten stellen het functioneren van beursvennootschappen en hun management te beoordelen. De handhaving van deze verplichtingen geschiedt door de Securities and Exchange Commission die hiertoe een ruim arsenaal aan onderzoeksbevoegdheden tot haar beschikking heeft. Tot dit arsenaal behoren administratief-rechtelijke sancties, waaronder het bestuursverbod voor bestuurders die regels hebben geschonden, en strafrechtelijk ingrijpen.
- Aansprakelijkheidsrecht: het Amerikaanse procesrecht biedt aandeelhouders vele mogelijkheden om falende bestuurders aansprakelijk te stellen. Een aantal voorbeelden hiervan zijn de uitgebreide discovery mogelijkheden, de contingency fees, class-actions en het feit dat geen regel bestaat dat de verliezende partij ook de juridische kosten van de wederpartij moet dragen. Daarnaast kan in sommige gevallen een veelvoud van de geleden schade worden gevorderd (punitive damages). Vorderingen van aandeelhouders zijn vrijwel altijd gebaseerd op het effectenrecht, in het bijzonder op grond van misleidende publicaties. Het overgrote deel van deze zaken eindigt uiteindelijk met een schikking.<sup>79</sup> Vorderingen van aandeelhouders zijn slechts in mindere mate gebaseerd op het vennootschapsrecht. Het Delaware Court of Chancery en het Delaware Supreme Court gaan omzichtig om met directors en houden hen niet snel aansprakelijk.<sup>80</sup> Eventuele schade die directors lijden is eerder reputationeel dan financieel van aard.

---

79. Winter 2006, p. 629.

80. Exemplarisch zijn de recente *Disney*-uitspraken: Michael Eisner, chairman en CEO van Disney, had zonder overleg met de overige bestuurders een nieuwe tweede man (Michael Ovitiz) aangezocht en hem een exorbitant beloningspakket toegezegd. De beloningscommissie en de volledige Board zijn daar zonder discussie mee akkoord gegaan. Reeds na één jaar vertrok Michael Ovitiz weer en streek zijn riante afvloeiingsregeling op. Een neef van de oude Disney stelde als aandeelhouder Eisner en de andere bestuurders aansprakelijk wegens het verkwisten van het vermogen van het bedrijf en handelen in strijd met hun fiduciaire verplichtingen jegens aandeelhouders. Zowel het Delaware Court of Chancery als het Delaware Supreme Court wees deze vordering af daar de bestuurders meenden te hebben gehandeld in het belang van de vennootschap. Hoewel beide Courts erkenden dat het handelen van Eisner op veel punten laakbaar was, was dat niet genoeg om aansprakelijkheid aan te nemen. Zie: *Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 825 A.2d 805 (Del. Ch.) 2003 en No. 411, 2005 (Del. Supr. Court).



- Markt voor corporate control: wanneer aandeelhouders ontevreden zijn met de Board of Directors van de corporation en de koers van het aandeel daalt, is een overnamebod een reële mogelijkheid. De Board heeft weliswaar de bevoegdheid zich daartegen te beschermen, maar de realiteit leert dat die verdediging veelal oplost wanneer de bieder zijn bod verhoogt. Uit uitspraken van de Delaware Courts blijkt dat er bij overnamebiedingen kritisch gekeken wordt of de Board wel handelt in het belang van de aandeelhouders. Feitelijk komt dit vrijwel altijd neer op het proberen te verwezenlijken van het hoogst mogelijke bod.<sup>81</sup>

Een mogelijke verklaring voor het beperkt aantal rechten van aandeelhouders is wellicht te vinden in de competitie tussen staten op het gebied van vennootschapsrecht. Volgens Cary<sup>82</sup> zou een aantal staten, in het bijzonder Delaware, te zeer gericht zijn op het maximaliseren van de (belasting)inkomsten van de aldaar geïncorporeerde vennootschappen door hun oren te laten hangen naar degenen die beslissen over de statutaire vestiging. Degenen die beslissen over de statutaire vestiging zijn veelal de directors. Volgens Cary is het enige mogelijke gevolg van hun machtspositie de beknotting van de rechten van aandeelhouders ten gunste van de positie van de Board. Over de vraag of de verklaring van Cary juist<sup>83</sup> is en de competitie tussen staten<sup>84</sup> op het gebied van vennootschapsrecht wenselijk is, is uitgebreid gediscussieerd.

De discussie over corporate governance heeft zich de laatste jaren toegespitst op (beloning van) de Board, transparantie<sup>85</sup> en de rechten van aandeelhouders. In het bijzonder Bebchuk heeft zich hard gemaakt voor meer rechten voor aandeelhouders.<sup>86</sup> De kern van zijn betoog is dat aandeelhouders onder andere het recht dienen te krijgen om de corporate charter te wijzigen en de vennootschap in een andere staat te kunnen incorporeren om zo te waarborgen dat er een vennootschapsrecht op de vennootschap van toepassing is dat de belangen van aandeel-

---

81. *Revlon, Inc v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc*, 506 A.2d 173, Supreme Court of Delaware, 1986.

82. Cary 1974, p. 663.

83. Verschillende auteurs opponeerden tegen Cary door te stellen dat gezien de competitie tussen vennootschappen om de verkrijging van kapitaal (van aandeelhouders), het zeer onwaarschijnlijk is dat vennootschappen zouden kiezen voor incorporatie in een staat waarin de positie van aandeelhouders zou worden benadeeld. Zie: Winter 1977, p. 251 en Fischel 1982, p. 913.

84. Zie voor een overzicht van de discussie met betrekking tot de wenselijkheid van de competitie tussen staten op het gebied van vennootschapsrecht: Bar-Gill, Barzuza en Bebchuk 2006, p. 134-172 en de door hen aangehaalde literatuur

85. Het stellen van hogere eisen aan bestuur, transparantie, interne controle en financiële publicaties is een belangrijk gevolg van de Sarbanes Oxley Act. Zie over de impact van deze wet op corporate governance: Clark 2005, p. 37.

86. Bebchuk 2004, p. 3-12, Bebchuk 2005, p. 833-917 en Bebchuk 2006, p. 1784-1813.

## HOOFDSTUK 8

houders dient. Daarnaast heeft Bebchuk verdedigd dat aandeelhouders de beslissingsbevoegdheid dienen te hebben over fusie, verkoop, ontbinding en opsplitsing. Hiermee zou de drang van de Board naar zelfstandigheid kunnen worden beperkt en kunnen problemen zoals een te grote free cash flow en empire-building worden voorkomen. Op het pleidooi van Bebchuk is gereageerd door voornamelijk te wijzen op de populariteit van de Delaware-regelgeving.<sup>87</sup> Deze populariteit zou onder andere een gevolg zijn van de uit de regelgeving voortvloeiende ‘managerialist tradition’. Daarnaast wordt gesteld dat de Board zich vanwege de fiduciaire verplichtingen jegens aandeelhouders naar het belang van aandeelhouders dient te richten. Gezien deze gerichtheid op het belang van aandeelhouders zouden aandeelhouders niet zoveel rechten nodig hebben. De oproep van Bebchuk en anderen heeft tot heden niet geleid tot een uitbreiding van de aandeelhoudersrechten. Dit zou nog kunnen gebeuren, aangezien het debat over de rechten van aandeelhouders nog niet ten einde is.

In hoofdstuk zeven kwam naar voren welke invloed de VGM kan hebben op de verhoudingen tussen de verschillende organen (corporate governance) en de wijze van uitoefening van de rechten van aandeelhouders in de AVA (corporate democracy). In de komende paragrafen zal de regelgeving over en ervaringen met de VGM bestudeerd worden. Na deze bestudering zal bekeken worden welke invloed de VGM op Delaware-corporations heeft of zou kunnen hebben.

### 8.4 Regelgeving VGM

Op 23 juni 2000, tekende de gouverneur van Delaware, Thomas R. Carper, een wet die een nieuw artikel<sup>88</sup> heeft toegevoegd aan de DGCL en twaalf andere artikelen heeft gewijzigd. Deze wetwijziging ging op 1 juli 2000 van kracht. De wijziging had tot doel om corporations in de gelegenheid te stellen gebruik te maken van elektronische communicatiemiddelen. De Corporation Law Section Council van de Delaware State Bar Association stelde de amendementen voor na een uitvoerige studie door een door de Council benoemde “DGCL Technology Committee”. De Council had geconstateerd dat door de wettelijke regelingen de technologische mogelijkheden niet optimaal benut konden worden. De Council was zeer benieuwd in hoeverre deze mogelijkheden interessant voor corporations zouden zijn. De voorstellen van de DGCL Technology Committee mondden uiteindelijk uit in een voorstel voor een wetwijziging dat door zowel het “Delaware House of Representatives”<sup>89</sup> als door de “Delaware Senate”<sup>90</sup> is goedgekeurd.

87. Zie: Mirvis, Rowe Savitt 2007, p. 11 en Strine 2006, p.1759-1763.

88. Artikel 232 DGCL.

89. Op 22 mei 2000 heeft het House of Representatives (General Assembly) het wetsvoorstel met 40 van de 41 stemmen goedgekeurd. Roll Call Vote, General Assembly, Session 2, Dag 39, SB-363 Sharp.

90. Op 13 juni 2000 heeft de Delaware Senate het wetsvoorstel met 21 van de 21 stemmen goedgekeurd. Roll Call Vote, Senate, Session 2, Dag 34, SB-363 Sharp.

Subchapter zeven van de DGCL heeft als onderwerp de algemene vergadering van aandeelhouders. Een van de zaken die in deze titel geregeld wordt, is de plaats waar de vergadering plaats dient te vinden. Voor het amendement van 2000 luidde artikel 211a DGCL dat een aandeelhoudersvergadering “*may be held at such place, either within or without this State, as may be designated by or in the manner provided in the bylaws or, if not so designated, at the registered office of the corporation in this State.*” In de DGCL wordt de term “*place*” niet verder uitgewerkt, maar niemand twijfelde eraan dat dit moet worden uitgelegd naar de traditionele betekenis van het woord, wat duidt op een fysieke locatie. Internet kwalificeert niet als een dergelijke locatie.

Om de redenen voor het amendement van artikel 211a goed te begrijpen dient gekeken te worden naar de heersende omstandigheden aan het einde van de jaren negentig. De Verenigde Staten beleefden destijds een voor naoorlogse begrippen ongekende groei die werd aangedreven door de vele mogelijkheden die informatietechnologie met zich mee leek te brengen. Alles wat in die tijd enigszins met informatietechnologie en internet te maken had was “hot”. Diverse vennootschappen verkenden dan ook de mogelijkheden om internet in te zetten bij de aandeelhoudersvergaderingen. Deze vennootschappen boden de mogelijkheid om stemvolmachten te werven dan wel te verlenen per telefoon of internet en enkele vennootschappen plaatsten de AVA via webcast op internet.<sup>91</sup> Alhoewel aandeelhouders voorafgaand aan de vergadering hun elektronische stemvolmacht konden verlenen en de vergadering elektronisch konden volgen, was het voor aandeelhouders onmogelijk wettelijk aanwezig te zijn voor quorumberekeningen of zelf elektronisch te stemmen. Deze beperkingen zijn aanleiding geweest om artikel 211 DGCL te amenderen.<sup>92</sup>

Door het amendement van 2000 is aan artikel 211a lid 1 DGCL de volgende zinsede toegevoegd:

*If, pursuant to this paragraph or the certificate of incorporation or the bylaws of the corporation, the board of directors is authorized to determine the place of a meeting of stockholders, the board of directors may, in its sole discretion, determine that the meeting shall not be held at any place, but may instead be held solely by means of remote communication as authorized by paragraph (a)(2) of this section.*

Delaware vereist door dit amendement niet langer dat vennootschappen hun aandeelhoudersvergadering op een fysieke plaats houden. Het stelt vennootschappen

91. Bell & Howell Company webcastte in 1996 de AVA op internet. De AVA werd fysiek gehouden maar 230 aandeelhouders volgden de AVA via internet. Vijftien personen stuurden vragen per e-mail, die door de CEO voorgelezen en beantwoord werden ten overstaan van de AVA. Zie: Young 1996, p. C3 en Friedman 1998, p. 19-21.

92. Holzman en Mullen 2001, p. 3.

## HOOFDSTUK 8

in staat om de AVA geheel op internet te laten plaatsvinden. Wat opvalt, is dat de Board of Directors, zelfstandig en zonder tussenkomst of overleg met een ander vennootschapsorgaan, mag besluiten om de vergadering geheel elektronisch te laten plaatsvinden. Aandeelhouders hebben hierover aldus geen zeggenschap. De Board heeft deze bevoegdheid echter alleen indien hij op grond van statuten ook de bevoegdheid heeft om de plaats van de fysieke vergadering te bepalen. Indien deze bevoegdheid statutair bij een ander orgaan berust, kan de Board niet zelfstandig bepalen dat de vergadering geheel elektronisch plaats zal vinden. Wanneer in de certificates is bepaald dat een ander orgaan de plaats van de fysieke vergadering vaststelt, zal in de certificates deze bevoegdheid allereerst bij de Board moeten komen liggen alvorens er een virtuele vergadering gehouden kan worden. Een ander orgaan dan de Board kan derhalve niet besluiten tot een virtuele vergadering. Ook in het geval dat in de certificates of incorporations of in de bylaws is opgenomen dat de AVA fysiek plaatsvindt, is het niet mogelijk dat de Board tot een elektronische vergadering besluit.<sup>93</sup> Een aandeelhoudersvergadering vindt aldus plaats op een wijze of in de plaats die het certificate of incorporation of de bylaws noemen, of op de wijze of in de plaats die de Board kiest.

Dat de wetgever kiest voor het neerleggen van deze bevoegdheid bij de Board of Directors past in de Delaware-traditie maar heeft ook andere redenen. Ten eerste wilde de wetgever voorkomen dat de verplichting om elektronisch te vergaderen door een aandeelhoudersresolutie aan de vennootschap zou kunnen worden opgelegd. Ten tijde van de behandeling van het wetsvoorstel stond de ontwikkeling van realtime internet stelsystemen nog in de kinderschoenen. Hoewel de communicatietechnologie de laatste jaren enorm aan betrouwbaarheid heeft gewonnen, blijft er een zeker risico kleven aan het gebruik van dergelijke systemen. De wetgever wilde voorkomen dat de vennootschap het risico loopt voor door de aandeelhouders gewenste communicatietechnologie.

Ten tweede zijn er met het organiseren van een elektronische AVA kosten gemoeid, waarvoor de verantwoordelijkheid ligt bij de Board. Ook is de Board het meest competente orgaan om procedures te implementeren waardoor een VGM voldoet aan wettelijke en statutaire vereisten.

Ten derde wordt de Board het meest aangewezen orgaan geacht om een besluit te nemen over de VGM en hierbij zaken zoals bedrijfscultuur en investor relations mee te wegen. Een orgaan zal de baten en risico's van een VGM tegen elkaar moeten afwegen en de wetgever is ervan overtuigd dat dit het best door de Board kan geschieden.<sup>94</sup>

---

93. Aandeelhouders kunnen aldus een verwijzing naar een fysieke plaats in de certificates of de bylaws opnemen en hiermee de exclusieve bevoegdheid van het bestuur om te besluiten tot een elektronische vergadering uitsluiten. Zie in dit verband ook artikel 109 DCGL. De bevoegdheid om de plaats van de vergadering te kiezen berust bij het overgrote deel van de corporations bij de Board. Zie: Birnhak 2003, p. 3.

94. Holzman en Mullen 2001, p. 4.

Om de uitoefening van de rechten door aandeelhouders die niet fysiek aanwezig zijn in een gedeeltelijke of geheel elektronische aandeelhoudersvergadering te waarborgen, heeft de wetgever een tweede lid aan artikel 211 DGCL toegevoegd:

*If authorized by the board of directors in its sole discretion, and subject to such guidelines and procedures as the board of directors may adopt, stockholders and proxyholders not physically present at a meeting of stockholders may, by means of remote communication:*

- a. Participate in a meeting of stockholders; and*
- b. Be deemed present in person and vote at a meeting of stockholders, whether such meeting is to be held at a designated place or solely by means of remote communication, provided that (i) the corporation shall implement reasonable measures to verify that each person deemed present and permitted to vote at the meeting by means of remote communication is a stockholder or proxyholder, (ii) the corporation shall implement reasonable measures to provide such stockholders and proxyholders a reasonable opportunity to participate in the meeting and to vote on matters submitted to the stockholders, including an opportunity to read or hear the proceedings of the meeting substantially concurrently with such proceedings, and (iii) if any stockholder or proxyholder votes or takes other action at the meeting by means of remote communication, a record of such vote or other action shall be maintained by the corporation.*

Aandeelhouders die niet fysiek aanwezig zijn bij een gedeeltelijke of geheel elektronische AVA, participeren aldus in de algemene vergadering. Ze worden als fysiek aanwezig gezien en kunnen tevens een geldige stem uitbrengen. Dientengevolge tellen internetparticipanten mee wat betreft de quorumvereisten. De regelgeving stelt bepaalde vereisten ten aanzien van de bescherming van de integriteit. Ten eerste dienen vennootschappen “*reasonable measures*” te implementeren om er voor te zorgen dat degenen die “*deemed present and permitted to vote at the meeting by means of remote communication*” daadwerkelijk aandeelhouders zijn. Ten tweede wordt vereist dat vennootschappen “*reasonable measures*” nemen om er voor te zorgen dat degenen die virtueel mee vergaderen een “*reasonable opportunity*” hebben om te participeren, te stemmen en om te lezen of horen wat er ter vergadering naar voren gebracht wordt. Ten derde dienen vennootschappen een adequate registratie van aandeelhouders, hun stemgedrag en hun bijdragen bij te houden. Dit laatste vereiste moet voorkomen dat aandeelhouders, zonder de onderliggende aandelen te bezitten, stemmen uitbrengen. Daarnaast zijn de deelnemers aan de vergadering beschermd doordat hun bijdragen en stem, bij een technisch mankement, opnieuw op te roepen zijn. De vereisten zijn bewust in brede techniekneutrale termen gegoten om flexibiliteit te waarborgen en wettelijke beperkingen van technische mogelijkheden te voorkomen.

Wat opvalt, is dat de vennootschappen grote vrijheid hebben om bepaalde termen zoals “*reasonable measures*” en “*reasonable opportunity*” zelf in te vullen. De

## HOOFDSTUK 8

wetgever definieert deze termen niet en vaardigt ook geen nader besluit uit om deze termen in te vullen. In de literatuur wordt met name gewezen op het feit dat de technische middelen van de vennootschap en de aandeelhouders voldoende aanwezig moeten zijn en met elkaar compatibel moeten zijn.<sup>95</sup> Zo dienen vennootschappen bijvoorbeeld te onderzoeken of de hardware en de internetinfrastructuur bij hun aandeelhouders voldoende aanwezig zijn om de overstap naar een virtuele aandeelhoudersvergadering zinvol te laten zijn.

Artikel 211a lid 2 DGCL geeft de Board de bevoegdheid om “*guidelines and procedures*” vast te stellen om de gang van zaken op de elektronische vergadering te regelen. Het noemen van deze bevoegdheid is in feite overbodig daar deze al bij de Board berust. De DGCL specificeert geen regels met betrekking tot de gang van zaken en ook de statuten zwijgen hier veelal over. De Board of Directors wordt echter algemeen als bevoegd orgaan gezien.<sup>96</sup> De op te stellen regels moeten in overeenstemming zijn met de beginselen van gelijkheid en rechtvaardigheid.<sup>97</sup> De verwijzing naar “*guidelines and procedures*” is dan ook te zien als een prikkel om dergelijke regels te implementeren en om de positie van de Board in deze te versterken en niet aan twijfel onderhevig te laten zijn. Dit alles komt de rechtszekerheid en de voorspelbaarheid van een elektronische vergadering ten goede.

Over elk agendapunt kan elektronisch worden gestemd maar artikel 211 lid 2 sub e geeft voor de benoeming van directors een speciale regeling. In beginsel wordt er over de benoeming van een director schriftelijk gestemd, tenzij het certificate of incorporation anders bepaalt. In het geval dat het certificate of incorporation bepaalt dat de benoeming van directors elektronisch plaats kan vinden en de Board daarvoor kiest, heeft een aandeelhouder slechts de mogelijkheid om zijn stem elektronisch uit te brengen. In het geval het certificate zwijgt over de mogelijkheid om elektronisch een director te benoemen, kan de Board bepalen dat aan het schriftelijkheidsvereiste is voldaan indien de stemmen elektronisch worden uitgebracht, mits de betrokken aandeelhouder hiermee instemt. Indien een aandeelhouder hier niet mee instemt, kan hij, wat betreft het agendapunt van de benoeming van een director, schriftelijk stemmen.

---

95. Birnhak 2003, p. 6.

96. Artikel 141a DGCL. Zie: *Loudon v. Archer-Daniels-Midland Co.*, 700 A.2d 135, 146 (Del. 1997).

97. *Standard Power & Light Corp. v. Investment Assocs., Inc.*, 51 A.2d 572 (Del. 1947); *Duffy v. Loft, Inc.*, 152 A. 849, 853 (Del. 1930); *Schnell v. Chris-Craft Indus., Inc.*, 285 A.2d 437, 439 (Del. 1971) Hierin werd onder andere overwogen dat “*inequitable action does not become permissible simply because it is legally possible.*”

## 8.5 Ervaringen met de VGM

### 8.5.1 Delaware

Sinds het van kracht worden van de wijzigingen in de DGCL in 2000 hebben verschillende in Delaware geïncorporeerde vennootschappen internet gebruikt om de aandeelhoudersvergadering geheel elektronisch te laten verlopen.

In april 2001, hield Inforte Corporation de eerste geheel elektronische aandeelhoudersvergadering ter wereld. In een verklaring aan de aandeelhouders, deelde de CEO van Inforte het volgende mede:

*“You may notice that this meeting is unique compared to other public companies, since it will be held entirely on an electronic basis. Technology allows us all to communicate and collaborate in real time in every functional area of business. Since Inforte’s business is providing advanced technology consulting, we will practice what we preach and rely on web cast and e-mail services to communicate with you today.”<sup>98</sup>*

Inforte heeft haar AVA als volgt vormgegeven.<sup>99</sup> Op het “investor” gedeelte van de website van Inforte is de mogelijkheid voor aandeelhouders om zich te registreren. Daarnaast biedt deze pagina ruimte om voorafgaand aan de vergadering reeds vragen te stellen. Bovendien kunnen zowel aandeelhouders als niet-aandeelhouders tijdens de vergadering vragen via e-mail indienen. De Board of Directors van Inforte komt tijdens de vergadering wél fysiek bijeen. De ingediende vragen worden voorgelezen, waarna het antwoord door één of meer directors gegeven wordt en op de website wordt geplaatst. De directors komen bijeen zodat de AVA rechtstreeks te beluisteren is via internet. Inforte heeft, naar eigen zeggen, alle vragen beantwoord. Naast de mogelijkheid om naar live-audio te luisteren kunnen de deelnemers ook een aantal PowerPoint-presentaties bekijken. Het is voor aandeelhouders niet mogelijk om de Board via webcast te zien of om online hun stem uit te brengen. Aandeelhouders hebben slechts de mogelijkheid om per fax te stemmen, het elektronisch uitbrengen van stemmen wordt niet ondersteund. De elektronische AVA levert Inforte een forse kostenbesparing op. Waar Inforte voor een fysieke AVA \$ 20 000 aan kosten maakte, is dat bedrag nu beperkt tot \$ 2000.<sup>100</sup> Het experiment in 2001 met de elektronische vergadering is Inforte zo goed bevallen dat het tot en met 2007 haar aandeelhoudersvergadering elektronisch liet plaatsvinden.<sup>101</sup>

98. Zie: <www.inforte.com>.

99. Zie: Kamaraskas 2001, p. 20.

100. Zie: Bannan 2001.

101. Inforte is in 2007 overgenomen door Business & Decision, een aan Euronext Parijs genoteerde vennootschap.

## HOOFDSTUK 8

In 2002 kreeg Inforte navolging van Ciber Incorporate<sup>102</sup> doordat ook Ciber haar aandeelhoudersvergadering online hield. De CEO van Ciber beklagde zich over het feit dat de fysieke aandeelhoudersvergaderingen slecht bezocht werden: *“never ... more than 10 people who were not either employees or accounting or legal advisors attended the corporation’s physical meetings”*<sup>103</sup> Ciber organiseerde de vergadering op dezelfde wijze als Inforte. De Board kwam bijeen en beantwoordde de vragen die aandeelhouders per e-mail indienden. Het stemproces verliep eveneens via de fax. Aangezien het Ciber is gelukt om door middel van de online aandeelhoudersvergadering meer aandeelhouders bij de besluitvorming te betrekken, heeft ook Ciber hierna altijd haar AVA online gehouden.

### 8.5.2 *Andere staten*

Naast Delaware hebben verschillende andere staten plannen (gehad) om in hun corporate statute een elektronische AVA mogelijk te maken. Ongeveer dertig staten hebben inmiddels hun corporate statute gewijzigd en een geheel of gedeeltelijk elektronische AVA mogelijk gemaakt.<sup>104</sup> De geheel elektronische AVA is in sommige staten controversieel. Een goed voorbeeld hiervan is de staat Massachusetts. In 2001 ontwierp de wetgever een wetsvoorstel dat wat betreft de VGM sterk leek op het Delaware corporate statute.<sup>105</sup> Dit wetsvoorstel heeft zeer in de belangstelling gestaan van voor- en tegenstanders. De voorzitter van het Science and Technology Committee van Massachusetts, senator David P. Magnani, zag de VGM als een extra keuze en stelde dat *“the measure would simply give companies the option of online meetings, but if enough shareholders wanted to keep the traditional in-person meetings, they could vote on a motion to that effect.”*<sup>106</sup> Het voorstel werd ondersteund door enthousiaste reacties van een aantal in Massachusetts geïncorporeerde vennootschappen.<sup>107</sup> Het wetsvoorstel werd echter door tegenstanders getypeerd als *“a backdoor effort to insulate company executives from unhappy shareholders”* en *“it institutionalized a lack of corporate accountability.”*<sup>108</sup> Anderen zagen *“the opportunity to walk into a meeting, whether or not you are on the agenda, is a fundamental right of ownership (...) To gut that fundamental right of ownership (...) is to give away a key right not only of activists but all owners of the corporate might of America.”*<sup>109</sup> Deze en andere vormen van oppositie hebben er uiteindelijk toe geleid dat de senaat van Massachusetts zijn inspanningen om dit wetsvoorstel te laten passeren heeft gestaakt. Uiteindelijk is

---

102. Zie: <www.ciber.com>.

103. Forgrieve 2002, p. B5.

104. Zie: The Conglomerate Bloggers 2008.

105. H.B. 4400, 182nd Gen. Ct. Reg. Sess. Massachusetts, 2001.

106. Zie: Ranalli en Howe 2001, p. A1.

107. De betrokken vennootschappen waren: Reebok, State Street Corporation, Analog Devices, Inc., Genzyme Corporation en Associated Industries of Massachusetts. Zie: Ranalli en Howe 2001, p. A1.

108. Bruce Marks, chief executive of the Neighborhood Assistance Corporation of America.

109. Amy Domini, president of the Domini Social Equity Fund.



er in Massachusetts een wetsvoorstel aangenomen dat alleen aan niet-publieke vennootschappen de mogelijkheid geeft om de AVA geheel elektronisch te organiseren.<sup>110</sup> Daar waar de elektronische AVA bij publieke vennootschappen in Massachusetts op veel verzet stuitte, bleek de elektronische AVA bij niet-publieke vennootschappen niet controversieel. De reden om dit onderscheid te maken was dus politiek van aard.

## 8.6 Evaluatie VGM

Delaware kent sinds 2000 aan corporations de mogelijkheid toe om de AVA geheel elektronisch te houden. Voor zover mij bekend hebben tot heden twee vennootschappen hiervan gebruik gemaakt, te weten Inforte en Ciber. De wijze waarop deze vennootschappen de elektronische AVA hebben vormgegeven verschilt echter op drie belangrijke punten van het model dat in hoofdstuk één van dit boek is geschetst.

Een eerste verschil is de wijze van aanleveren van opmerkingen en vragen door de aandeelhouders. In de blauwdruk gebeurt dit op een streng beveiligde website, terwijl het aanleveren van vragen bij de twee corporations per e-mail geschiedt. In de laatste situatie is geen controle op de ontvangst en de beantwoording van vragen. Het is betrekkelijk eenvoudig om lastige vragen niet te beantwoorden en/of de ontvangst van dergelijke vragen te ontkennen.

Het tweede verschil is dat aandeelhouders niet onderling kunnen communiceren. Er is geen discussieforum waar aandeelhouders elkaar over bepaalde zaken kunnen informeren. Inforte en Ciber vervangen in feite de fysieke AVA door een Q&A-sessie per e-mail. Hiermee laten ze een mogelijkheid ter bevordering van de corporate democracy liggen.

Een derde verschil is het feit dat er bij de twee corporations niet tijdens of na afloop van de beraadslagingen online gestemd kan worden, maar dat de stem per fax uitgebracht dient te worden. Dit betekent dat er geen internetplatform is en dat aandeelhouders dus geen totaaloplossing wordt geboden.

Gezien deze verschillen, die alle in het nadeel van de aandeelhouder werken, is de oppositie in Massachusetts te begrijpen. Het enige voorbeeld dat de critici in Massachusetts hadden waren de twee Delaware-corporations. Deze corporations zien de elektronische AVA op de wijze zoals zij het organiseren als een succes maar het verschil met de blauwdruk roept de vraag op in hoeverre de rechten van aandeelhouders bij hen gewaarborgd zijn.

Het matige enthousiasme voor de online aandeelhoudersvergadering kan volgens mij worden verklaard door de volgende redenen.<sup>111</sup>

110. Zie: Ranalli 2001, p. B1.

111. Deze verklaring is geheel gebaseerd op een logische analyse van de ervaringen met de elektronische aandeelhoudersvergadering door mijn Amerikaanse contactpersonen en mij. Empirisch bewijs is nodig om deze verklaringen te onderbouwen.

## HOOFDSTUK 8

1. De rechten van aandeelhouders zijn niet voldoende gewaarborgd gezien het feit dat:
  - a. geen toezicht wordt uitgeoefend op de ontvangst, de plaatsing en de verwijdering van vragen van aandeelhouders;
  - b. geen toezicht aanwezig is op of garantie gegeven wordt dat de gestelde vragen worden beantwoord;
  - c. geen of slechts een beperkte verbetering van de informatiedistributie wordt bereikt doordat geen bulletinboard beschikbaar is waarop aandeelhouders met elkaar kunnen communiceren;
  - d. de Board “*on its sole discretion*” kan besluiten om de volgende AVA online te houden. Dit kan leiden tot een gebrek aan steun en consensus onder de aandeelhouders.
2. Negatieve publiciteit: gezien bovengenoemde punten is een aantal aandeelhouders en belangengroeperingen sterk gekant tegen een dergelijke vorm van aandeelhoudersvergaderingen.<sup>112</sup> In Massachusetts heeft negatieve publiciteit er zelfs toe geleid dat een wetsvoorstel tot het mogelijk maken van een VGM is ingetrokken. Naar mijn mening is een gedeelte van deze kritiek begrijpelijk aangezien de rechten van aandeelhouders inderdaad niet voldoende zijn gewaarborgd.
3. Managerialist tradition: eerder hebben we gezien dat Delaware-corporations zo zijn gestructureerd dat het belang van de Board of Directors en het management zoveel mogelijk parallel loopt met dat van de aandeelhouders. Door die eenduidigheid van de taak van het management en de ‘*alignment*’ van belangen, past het in het Delaware-systeem om de Board ruime bevoegdheden te geven en aandeelhouders slechts zeer beperkte bevoegdheden. Indien een vergadering virtueel georganiseerd wordt zoals beschreven in hoofdstuk één, dus mét een discussieforum, ontstaan er geheel nieuwe mogelijkheden om aandeelhouders te overtuigen van een bepaalde mening. Aandeelhouders kunnen op de diverse fora elkaar, vrijwel kosteloos en zonder noodzakelijke voorzet van de Board, informeren over bepaalde (van de Board afwijkende) meningen zonder hierbij gebonden te zijn aan allerlei proxy solicitation regels, zoals de vijfhonderdwoordenlimitering. Gezien de managerialist tradition is het zeer waarschijnlijk dat de VGM, en de mogelijk daarmee gepaard gaande actieve participatie door aandeelhouders, door de Board argwanend wordt bekeken. Het is zelfs plausibel dat de managerialist tradition een echte VGM, dus inclusief discussieforum, in de weg staat. Ondanks de potentiële voordelen is er immers in acht jaar tijd door niet één corporation een echte VGM georganiseerd.
4. Koudwatervrees: ondanks het feit dat de VGM grote voordelen met zich mee kan brengen, zijn corporations nochtans terughoudend om over te stappen op een virtuele aandeelhoudersvergadering. Onbekendheid, een negatieve publieke opinie én het gebrek aan ervaring zijn voor veel corporations tot heden te hoge drempels gebleken.

---

112. Zie voor een typisch voorbeeld van negatieve, voorbarige (en onjuiste!) publiciteit: Kane 2001.

Zowel uit de formulering van de wetgeving als uit het beperkte succes is een aantal leerpunten te halen.

- Huidige functies AVA behouden: de ervaringen met de geheel elektronische AVA in Delaware laten zien dat het cruciaal is dat de VGM alle functies van een fysieke AVA kan blijven vervullen. Bij de twee Delaware-corporations was dit niet het geval. Het toegepaste VGM-platform bood geen gelegenheid tot onderling overleg van aandeelhouders en kende daarnaast geen stemfunctionaliteit.
- Corporate democracy: de VGM stelt vennootschappen in staat om de corporate democracy op de AVA te verbeteren. De ervaringen met de geheel elektronische vergadering in Delaware laten zien dat een essentiële voorwaarde voor het verbeteren van de corporate democracy is dat het VGM-platform over die functionaliteiten beschikt waardoor de corporate democracy zou kunnen verbeteren. Ik denk hierbij met name aan een discussieforum.
- Draagvlak: doordat de Board “on its sole discretion” kan besluiten om de volgende AVA geheel elektronisch te houden, kan de steun van aandeelhouders ontbreken. In Massachusetts was het draagvlak, al dan niet onder aandeelhouders, zo klein dat de wetgever het voorstel slechts in sterk gewijzigde vorm heeft aangenomen.
- Path dependency: de door de wetgever en de praktijk gemaakte keuzen uit het verleden bepalen deels de reactie op nieuwe mogelijkheden in het heden. Gezien de managerialist tradition is het zeer waarschijnlijk dat de VGM, en de mogelijk daarmee gepaard gaande actieve participatie door aandeelhouders, door de Board argwanend wordt bekeken. Het is zelfs aannemelijk dat de managerialist tradition een echte VGM, dus inclusief discussieforum, in de weg staat. Path dependency is aldus zeker iets om bij een eventuele formulering van een wettekst rekening mee te houden.
- Techniekneutrale regeling: vennootschappen dienen “reasonable measures” te nemen ter verificatie van het aandeelbezit, ter bescherming van de participatie en ter registratie van al datgene wat er op de elektronische vergadering geschiedt. De vereisten zijn bewust in brede techniekneutrale termen gegoten om flexibiliteit te waarborgen en wettelijke beperkingen van technische mogelijkheden te voorkomen.

## 8.7 Resumé

In een van 's werelds belangrijkste rechtsstelsels is het vanaf 1 juli 2000 mogelijk om de aandeelhoudersvergadering geheel elektronisch te laten verlopen. Delaware is hiermee het eerste rechtsstelsel ter wereld. Een aantal vennootschappen heeft de geboden mogelijkheid aangegrepen en kent sindsdien een geheel elektronische vergadering. Als gekeken wordt naar het beperkt aantal (kleine) vennootschappen die een VGM organiseren en de wijze waarop zij hun VGM hebben vormgegeven, moeten we tot de conclusie komen dat de virtuele aandeelhou-

## HOOFDSTUK 8

dersvergadering in de Verenigde Staten tot heden geen doorslaand succes is. Als oorzaken van dit beperkte succes kunnen worden aangewezen: de matige waarborg van aandeelhoudersrechten, de managerialist tradition, het weinig positieve imago van de geheel elektronische vergadering en koudwatervrees. Het is mogelijk dat de laatste twee redenen een gevolg zijn van de eerste reden.<sup>113</sup> Als de rechten van aandeelhouders voldoende gewaarborgd zijn, kan onder aandeelhouders een meer positieve attitude ten opzichte van de virtuele aandeelhoudersvergadering ontstaan en zal de koudwatervrees afnemen. Voordat de VGM een succes kan worden, is het noodzakelijk dat de Board of Directors ook overtuigd is van de voordelen die een VGM met zich mee kan brengen. De managerialist tradition lijkt dit tot heden te verhinderen.

---

113. Zie ook: Van der Krans 2007a, p. 37.

## Hoofdstuk 9

# Denemarken

Om de Deense wetgeving omtrent de virtuele aandeelhoudersvergadering in een juist kader te kunnen plaatsen, zal ik een korte inleiding geven op het Deense vennootschapsrecht. Na een nadere bestudering van de VGM wetgeving, zal ik aandacht besteden aan de door Deense vennootschappen opgedane ervaringen. Hierna zal ik stilstaan bij de lessen die uit de Deense regelgeving en ervaringen te leren zijn. Om de Deense regelgeving goed te begrijpen, heb ik contact gelegd met een drietal advocatenkantoren, twee universiteiten en een aantal bedrijven.<sup>1</sup> Deze partijen zijn mij bijzonder behulpzaam geweest tijdens het vergaren van informatie in Nederland en tijdens mijn bezoek aan Denemarken.

### 9.1 Introductie Deens vennootschapsrecht

#### 9.1.1 Algemeen

De belangrijkste rechtsbronnen in Denemarken zijn de Grondwet, de wetgeving, de uitvoeringsbesluiten, de jurisprudentie en de verdragen.<sup>2</sup> Het Deense privaatrecht kent geen equivalent van ons Burgerlijk Wetboek, maar is vormgegeven door een scala aan afzonderlijke wetten die elk een afzonderlijk rechtsgebied reguleren. Zo zijn bijvoorbeeld de regels met betrekking tot de inrichting en organisatie van publieke vennootschappen te vinden in de Aktieselskabsloven (“Asl”), de Deense wet op de publieke vennootschappen. De meest voorkomende ondernemingsvormen in Denemarken zijn de “Aktieselskaber” (afgekort als “A/S” en vergelijkbaar met de NV) en de “Anpartsselskaber” (afgekort als “ApS” en vergelijkbaar met de BV). Andere ondernemingsvormen zijn de “Andelsselskaber med begrænset Ansvar” (vergelijkbaar met de vereniging), “Erhvervsdrivende Fonde” (vergelijkbaar met de stichting), “Interessentskaber” (vergelijkbaar met de openbare vennootschap), “Kommanditselskaber” (vergelijkbaar met de CV) en de “Partnerselskaber” (een samenwerkingsverband waarbij aandelen worden uitgegeven).<sup>3</sup>

- 
1. København Universitet, Syddansk Universitet, Bech Bruun, Plesner, Rønne & Lundgren, Danish Shareholders Association en de Copenhagen Stock Exchange.
  2. Zie voor een uitgebreide inleiding in het Deense recht: Rosenkjaer, Rørbæk en Gleerup 2002.
  3. Zie: Reumert 2006, p. 12.

## HOOFDSTUK 9

De A/S is, zoals reeds vermeld, sterk vergelijkbaar met de naamloze vennootschap. Aandeelhouders zijn beperkt aansprakelijk en de invloed van aandeelhouders is in principe gelijk aan het aantal gehouden aandelen. Elk aandeel heeft gelijke rechten, tenzij de vennootschap verschillende klassen aandelen heeft uitgegeven. Indien dit het geval is, dienen de statuten de rechten, wat betreft zeggenschap en winstdeling, van deze alternatieve aandelen te bepalen. Sinds 1974 bepaalt de wet dat de verschillen in zeggenschap van dezelfde soort aandelen niet groter mogen zijn dan een factor tien.

Vennootschappen zijn verplicht om een aandeelhoudersregister bij te houden van de aandelen op naam. Statutair kan worden bepaald dat aandeelhouders slechts stemrecht hebben indien de overdracht van aandelen aan de vennootschap is medegedeeld en dit is verwerkt in het register. Aandelen aan toonder kunnen niet in het aandeelhoudersregister worden opgenomen en kunnen niet worden genoteerd aan de Deense effectenbeurs. Aandelen op naam kunnen worden genoteerd aan de Copenhagen Stock Exchange (“CSE”) of een andere geautoriseerde marktplaats. Alle aandelen die aan de CSE genoteerd zijn, zijn op naam gesteld en de overdracht van aandelen wordt afgehandeld door *Værdipapircentralen*, het centrale settlement instituut van Denemarken. *Værdipapircentralen* (afgekort “VP”) verwerkt elke avond na sluiting van de CSE de mutaties.<sup>4</sup> Aandeelhouders kunnen de statuten zodanig aan laten passen dat het aandeelhoudersregister inzichtelijk wordt voor aandeelhouders.<sup>5</sup> Dit register is in te zien door de vennootschap en zal redelijk compleet en actueel zijn, gezien artikel 27 Asl. Hierin wordt bepaald dat aandeelhouders hun rechten niet kunnen uitoefenen tenzij hun naam is opgenomen in het register of zij de vennootschap van de aandelenoverdracht op de hoogte hebben gesteld.<sup>6</sup> Zeker in overnamesituaties is het voor het bestuur van groot belang om te weten welke partijen ter vergadering zullen verschijnen en welke stemmen zij vertegenwoordigen. De openstelling voor aandeelhouders bevordert de transparantie en biedt mogelijkheden tot het gericht benaderen van aandeelhouders.<sup>7</sup>

### 9.1.2 *Bevoegdheid AVA*

De aandeelhoudersvergadering is een periodiek orgaan dat slechts bestaat gedurende de periode dat de aandeelhouders bijeen zijn. Naast de bevoegdheden die aandeelhouders in de AVA kunnen uitoefenen hebben individuele aandeelhouders

---

4. *Værdipapircentralen Securities Services* 2005, p. 8.

5. Zie: artikel 26 Asl.

6. Deze regel is niet van toepassing op het recht om dividend of andere financiële baten te ontvangen.

7. Enige nuance is hier op zijn plaats gezien het feit dat in de meeste aandeelhoudersregisters de namen staan van banken, custodians en andere tussenpersonen en niet die van de economisch belanghebbenden. Over het algemeen is het echter de economisch belanghebbende die bepaald hoe er gestemd wordt.

uiteraard ook andere bevoegdheden. Ik zal van beide categorieën de belangrijkste bevoegdheden bespreken en beginnen met de bevoegdheden van de AVA. Deze categorieën bevoegdheden zijn overigens in de praktijk niet zo strikt van elkaar gescheiden, aangezien bijvoorbeeld een dominante aandeelhouder het bestuur ook buiten de vergadering langs informele weg zijn zienswijze kenbaar kan maken.

Een groot aantal besluiten kan slechts door de aandeelhoudersvergadering genomen worden, waardoor de AVA een zeer machtig orgaan is.<sup>8</sup> Aangezien veel bepalingen en voorwaarden in de statuten zijn neergelegd en de Deense wet dwingendrechtelijk een gekwalificeerde meerderheid voor statutenwijziging vereist, heeft de AVA de exclusieve bevoegdheid om het juridisch kader van een vennootschap te veranderen. Bij bepaalde bevoegdheden bepaalt de wet dat deze aan het bestuur kunnen worden gedelegeerd. De belangrijkste beperking van de macht van de AVA komt alsdan van de wettelijke en statutaire toedeling van macht aan het bestuur. Een andere beperking is dat in het algemeen wordt aangenomen dat de AVA in het belang van de vennootschap dient te handelen.<sup>9</sup> Een voorbeeld van een dergelijke beperking is dat het belang van de vennootschap kan vorderen dat de AVA onder omstandigheden niet tot een kapitaalsuitkering aan de aandeelhouders mag besluiten.

### 9.1.3 *Aandeelhoudersrechten*

Individuele aandeelhouders hebben een groot aantal bevoegdheden. Elke aandeelhouder heeft het recht om de AVA bij te wonen en daar het woord te voeren.<sup>10</sup> Statutair kan worden bepaald dat aandeelhouders uiterlijk vijf dagen van tevoren de vennootschap hun intentie tot het bijwonen van de vergadering dienen mede te delen. De ratio hiervan is deels administratief en deels om het bestuur een idee te geven wie op de AVA zal verschijnen. Artikel 66 lid 1 Asl bepaalt dat elke aandeelhouder maximaal één adviseur met zich mee mag nemen naar de AVA om namens hem het woord te voeren. Een aandeelhouder kan zich eveneens door een gevolmachtigde laten vertegenwoordigen, die op verzoek een schriftelijke en gedateerde akte van volmacht moet kunnen overhandigen. Doorlopende volmachten kunnen, behalve aan het bestuur, niet worden afgegeven daar de maximale termijn voor volmacht twaalf maanden bedraagt. Er zijn geen beperkingen wie als gevolmachtigde op kan treden. Dit kan een medeaandeelhouder zijn maar het is in Denemarken niet ongebruikelijk om een doorlopende volmacht aan de vennootschap te geven.

8. Enkele voorbeelden van besluiten die aan de AVA zijn opgedragen: statutenwijziging (artikel 78 Asl), kapitaaluitbreiding (artikel 29 lid 1 Asl), kapitaalvermindering/uitkering (artikel 44 lid 1 Asl), goedkeuring jaarrekening en allocatie winst (artikel 69 lid 1 en 2 Asl), benoeming bestuurders (artikel 82 lid 1 Asl), fusie e.d. (artikel 134e lid 1 Asl), splitsing (artikel 136 lid 1 Asl) en omzetting naar andere rechtsvorm (artikel 134 lid 1 Asl). De Denen kennen geen equivalent van artikel 2:107a BW.

9. Zie: Hansen 2003a, p. 83.

10. Zie: artikel 65 lid 2 Asl.

## HOOFDSTUK 9

Als een aanvulling op het recht om de AVA bij te wonen en daar het woord te voeren heeft elke aandeelhouder ook het recht om vragen te stellen. De vragen moeten echter wel relevant zijn en tot doel hebben om bepaalde onderwerpen (van de agenda) te verhelderen. Het relevantiecriterium wordt in het algemeen zeer ruim gehanteerd door de voorzitter van de vergadering. Het is voor aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen mogelijk om in de drie maanden voorafgaand aan de AVA schriftelijk vragen in te dienen bij de vennootschap. In dit geval dient het bestuur de aandeelhouder schriftelijk te antwoorden en de vraag en het antwoord inzichtelijk te maken voor de AVA.<sup>11</sup> Vragen die tijdens de AVA gesteld worden, worden direct door het bestuur beantwoord tenzij dit antwoord de vennootschap schade zou kunnen toebrengen. De veronderstelde kans op schade moet echter wel reëel zijn om het niet beantwoorden van een vraag te rechtvaardigen. In het geval dat het bestuur weigert om een vraag te beantwoorden en de vragensteller van mening is dat de kans op schade afwezig is, kent de Deense wet geen andere voorziening dan de zaak aan de rechter voor te leggen.<sup>12</sup> Indien het bestuur een vraag wel wil beantwoorden maar dit niet kan omdat bepaalde informatie niet beschikbaar is op de vergadering, zal het antwoord binnen twee weken verkrijgbaar worden gesteld en naar alle aandeelhouders worden verzonden die hebben aangegeven hierop prijs te stellen.<sup>13</sup>

Iedere aandeelhouder heeft het recht om een voorstel te doen voor een onderwerp dat op de agenda van de AVA geplaatst zou moeten worden. Een schriftelijk voorstel hiertoe dient ruim voor de AVA te worden gedaan. In de wet worden geen termijnen of behandelingscriteria genoemd maar statutair kan hieromtrent het een en ander worden bepaald.<sup>14</sup> Mochten de aandeelhouders pas op de vergadering een onderwerp naar voren brengen dat niet op de agenda staat, dan kan over de behandeling in meerderheid worden besloten. Aangezien het bestuur op dit nieuwe onderwerp niet optimaal is voorbereid en wellicht ook niet alle informatie tot zijn beschikking heeft, kan de AVA ook besluiten om voor dit onderwerp een nieuwe (buitengewone) AVA te beleggen. Het Deense vennootschapsrecht kent geen goedkeuringsrecht (in Nederland te vinden in artikel 2:107a BW) voor de AVA bij besluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of onderneming. Via het zeer ruim geformuleerde agenderingsrecht kunnen aandeelhouders dergelijke besluiten in ieder geval agenderen en eventueel het bestuur door middel van een motie verzoeken anders te besluiten.

- 
11. Zie: artikel 76 lid 3 Asl. Als de aandeelhouder die de vraag heeft gesteld niet op de AVA aanwezig is, hoeft de vraag en het antwoord ook niet aan de AVA beschikbaar te worden gemaakt.
  12. Onder het Finse en Zweedse vennootschapsrecht moet een neutrale derde partij beslissen over de toelaatbaarheid van de weigering van het bestuur om de vraag te beantwoorden. De neutrale derde is de accountant van de vennootschap. Een verzoek tot het maken van een beslissing omtrent de toelaatbaarheid moet binnen twee weken na de AVA worden ingediend en zal binnen een maand na het indienen gemotiveerd worden toe- of afgewezen.
  13. Zie: artikel 76 lid 2 Asl.
  14. Zie: artikel 71 Asl.



Aandeelhouders kunnen voorstellen om een onderzoek te laten doen naar het bestuur, zelfs als dit voorstel niet op de agenda is geplaatst. Dit voorstel dient in meerderheid door de AVA te worden aangenomen. Indien deze meerderheid niet wordt gehaald maar wel wordt gesteund door 25% van het geplaatst kapitaal, kan een aandeelhouder de insolventierechtbank verzoeken tot het aanstellen van één of meer onderzoekers. Deze rechtbank geeft het bestuur de gelegenheid om zijn zienswijze duidelijk te maken en wijst het verzoek slechts toe als er voldoende grond voor een onderzoek bestaat. Indien het voorstel wel door de AVA wordt aangenomen, kan de AVA direct één of meer personen aanwijzen om het onderzoek uit te voeren. Het onderzoek moet betrekking hebben op een specifiek onderwerp en het bestuur is verplicht medewerking te verlenen aan de onderzoekers. Het onderzoeksrapport wordt minstens acht dagen voor de volgende AVA aan de aandeelhouders beschikbaar gesteld.<sup>15</sup>

Indien een aandeelhouder van mening is dat een besluit is genomen dat niet voldoet aan wettelijke of statutaire vereisten, kan hij dit besluit bij de burgerlijke rechter aanvechten.<sup>16</sup> Het voorleggen van een dergelijk besluit aan de rechter moet binnen drie maanden na het nemen van het besluit geschieden. De rechter kan zich echter tóch bevoegd verklaren wanneer het aanvechten tot maximaal 24 maanden na het nemen van het besluit geschiedt, indien de aanvechter gegronde redenen had voor het wachten én indien het hanteren van de drie maanden termijn onrechtvaardig zou zijn. Er geldt in ieder geval geen tijdsbeperking indien:

1. het besluit, zelfs in unanimité, nooit wettelijk genomen had kunnen worden;
2. wettelijk of statutair instemming van de aandeelhouders vereist is en deze instemming niet gegeven is; of
3. de AVA niet is opgeroepen of de regels omtrent oproeping van de AVA in grote mate zijn genegeerd.

Als de rechter de eiser in het gelijk stelt, kan de rechter het besluit ongeldig (non-existent) verklaren of het besluit veranderen, mits de rechter voldoende inzicht in de feiten en belangen heeft verkregen zodat hij in staat is om te bepalen wat het besluit had moeten zijn. Elke aandeelhouder is gebonden aan het vonnis van de rechter.<sup>17</sup>

Ofschoon een aandeelhouder in beginsel slechts beperkt aansprakelijk is, kan een aandeelhouder bij de uitoefening van zijn rechten schade toebrengen aan de vennootschap, andere aandeelhouders of derden. Een aandeelhouder kan voor deze schade slechts aansprakelijk zijn indien sprake is van opzettelijk wangedrag of grove nalatigheid. Indien de rechter oordeelt dat er gegronde redenen voor vrees voor herhaling zijn, kan de rechter de laedens eveneens veroordelen tot het doen

15. Zie: artikel 86 Asl voor de volledige regeling omtrent het recht van enquête.

16. Artikel 81 lid 1. In dit artikel is eveneens te vinden dat een dergelijke procedure ook door het bestuur geïnitieerd kan worden.

17. Artikel 81 lid 4.

## HOOFDSTUK 9

overnemen van de aandelen van de gelaedeerde aandeelhouder(s).<sup>18</sup> Indien een aandeelhouder handelde als een feitelijk beleidsbepaler kan hij aansprakelijk worden gehouden overeenkomstig de normen die gelden voor leden van het bestuur.<sup>19</sup>

### 9.1.4 De vergadering

De oproeping voor de AVA geschiedt overeenkomstig artikel 72 lid 1 Asl door de raad van bestuur. De oproeping dient te geschieden tussen de wettelijke minimale termijn van één week en de wettelijke maximale termijn van vier weken. De oproeping geschiedt op een wijze die statutair is vastgelegd. Statutair wordt meestal bepaald dat de vergadering in landelijke dagbladen wordt aangekondigd. Daarnaast vereist de wet dat de oproeping verzonden wordt aan aandeelhouders die in het aandeelhoudersregister staan én hebben aangegeven het toezenden op prijs te stellen.<sup>20</sup> Indien de onderwerpen die op de agenda staan voor de AVA van bijzonder groot belang zijn, dient de vennootschap alle haar bekende aandeelhouders aan te schrijven.<sup>21</sup> De agenda, de volledige tekst van de voorstellen en de jaarrekening zijn minimaal acht dagen voor de vergadering ten kantore van de vennootschap verkrijgbaar en worden verzonden naar alle aandeelhouders die hebben aangegeven dit te wensen.

Naast de schriftelijke aankondigingen en oproepingsbrieven in landelijke dagbladen kunnen vennootschappen ook gebruikmaken van elektronische middelen om aandeelhouders op te roepen. De AVA dient een voorstel te aanvaarden waarmee de mogelijkheid van het elektronisch oproepen geschapen wordt. Een dergelijk voorstel kan slechts met een gekwalificeerde meerderheid van twee derde worden aangenomen waarbij tevens geldt dat niet meer dan 25% van het totaal uitstaande aandelenkapitaal tegen mag stemmen. In het voorstel moet informatie staan over de aard van het elektronische middel en welke technische systemen nodig zijn om elektronisch te communiceren.<sup>22</sup>

---

18. Zie: artikel 142 Asl.

19. Aldus het hoogste Deense rechtscollege in *UfR* 1997.364 H (*Satair*). De enig aandeelhouder (een moedervenootschap) van een private vennootschap werd aansprakelijk gehouden voor de overdracht van de aandelen aan een koper die na de koop de vennootschap stripte zodat er niet voldoende middelen resteerden om aan haar (belasting) verplichtingen te voldoen. De aansprakelijkheid was gebaseerd op de regeling omtrent bestuurdersaansprakelijkheid voor private vennootschappen aangezien de moedervenootschap feitelijk het beleid bepaalde voor de dochter. Aangezien de regeling voor bestuurdersaansprakelijkheid voor private vennootschappen niet verschilt van die voor publieke vennootschappen (artikel 140 Asl), geldt hetzelfde voor alle Aktieselskaber.

20. Zie: artikel 73 lid 2 Asl.

21. Zie: artikel 73 lid 5 Asl. De bedoelde onderwerpen zijn onder andere voorstellen om de vergadering voortaan geheel of gedeeltelijk elektronisch te organiseren en alle artikel 79 voorstellen.

22. Zie: artikel 65b Asl en de uitgebreide bespreking van dit artikel in paragraaf 9.3.2.

De AVA dient uiterlijk vijf maanden na het einde van het financiële boekjaar te worden gehouden zodat de jaarrekening kan worden goedgekeurd. Mocht zich een situatie voordoen waarbij de vennootschap de helft van haar eigen vermogen heeft verloren, dan dient het bestuur binnen zes maanden nadat deze situatie zich heeft voorgedaan een AVA te beleggen. Op een dergelijke AVA zal uitleg worden gegeven over de financiële positie en indien noodzakelijk worden er maatregelen aan de aandeelhouders ter goedkeuring voorgelegd.<sup>23</sup>

De AVA wordt gehouden in de plaats waar het hoofdkantoor gevestigd is tenzij statutair anders is bepaald. Het bestuur is bevoegd om de exacte plaats te kiezen en alle praktische zaken rondom de vergadering te regelen. De mogelijkheden die de Deense wetgever biedt om de vergadering geheel of gedeeltelijk elektronisch te organiseren, zal ik in paragraaf 9.3 nader bespreken.

De vergadering wordt geopend door (de voorzitter van) de raad van bestuur of de voorzitter van de vorige vergadering. Direct hierna kiest de vergadering een voorzitter voor de huidige vergadering tenzij deze keuze is vastgelegd in de statuten.<sup>24</sup> De keuze van een voorzitter geschiedt met gewone meerderheid. Met andere woorden, degene die de meeste stemmen krijgt, wint. Indien nodig wordt opnieuw gestemd. Het is mogelijk om de voorzitter tussentijds weg te sturen en een nieuwe voorzitter te benoemen om ervoor te zorgen dat de voorzitter het vertrouwen van de AVA geniet.

De voorzitter heeft de bevoegdheid om een aantal zaken te regelen. Allereerst heeft de voorzitter de bevoegdheid om de agendapunten en stemmingen te interpreteren, samen te voegen en te splitsen. De voorzitter verdeelt de spreektijd tussen de aanwezigen en beperkt de spreektijd wanneer een punt voldoende is toegelicht. Daarnaast beslist de voorzitter of verschillende aandeelhouders moeten worden gezien als één partij en dat de door hen uit te brengen stemmen moeten worden gelimiteerd. De voorzitter draagt er zorg voor dat notulen worden opgesteld en dat deze binnen twee weken na de AVA bij de vennootschap verkrijgbaar zijn.<sup>25</sup> De voorzitter mag geen der partijen voortrekken of anderszins bevoordelen. Het negeren van wettelijke of statutaire vereisten kan leiden tot persoonlijke aansprakelijkheid en tot het ongeldig verklaren van door de AVA genomen besluiten. Gezien zijn belangrijke taak en verantwoordelijkheden, is het van het grootste belang dat een voorzitter competent is en het vertrouwen van de AVA geniet.

#### 9.1.5 *Besluitvorming*

Het Deense vennootschapsrecht kent verschillende vormen van meerderheid, te weten: gewone meerderheid, gekwalificeerde meerderheid, unanimitéit en supermeerderheid.

---

23. Zie: artikel 69 en 69a Asl.

24. Zie: artikel 75 lid 1 Asl.

25. Zie: artikel 75 lid 2 en 3 Asl.

## HOOFDSTUK 9

Besluitvorming in een Aktieselskaber vindt over het algemeen plaats met gewone meerderheid.<sup>26</sup> Indien de stemmen staken beslist het lot.

Gekwalificeerde meerderheid is de meest gebruikte vorm van speciale meerderheid. Artikel 78 Asl vereist voor een statutenwijziging een gekwalificeerde meerderheid die bestaat uit twee derde van de uitgebrachte stemmen en twee derde van het aanwezige kapitaal. Over de gekwalificeerde meerderheid kan een viertal opmerkingen gemaakt worden. Ten eerste stelt artikel 78 Asl een meerderheidsvereiste qua stemmen én qua kapitaal. Dit is het geval omdat aandelen verschillende stemrechten kunnen hebben. Ten tweede ziet de twee derde meerderheid slechts op de ter vergadering vertegenwoordigde aandeelhouders. Het is aldus theoretisch mogelijk dat indien slechts één aandeelhouder op de vergadering verschijnt en voor een voorstel tot statutenwijziging stemt, dit voorstel met 100% van de stemmen en vertegenwoordigd kapitaal is aangenomen. Ten derde worden de aandelen die de vennootschap zelf houdt niet meegerekend. Dit vloeit voort uit het feit dat een vennootschap overeenkomstig artikel 67 lid 3 Asl ook niet op eigen aandelen kan stemmen. Ten vierde, wanneer het ter vergadering vertegenwoordigde kapitaal wordt berekend, worden de verschillende stemrechten genegeerd. Elk aandeel telt aldus mee, onafhankelijk van de hoeveelheid of de afwezigheid van stemrechten.

Unanimiteit wordt vereist voor het aannemen van voorstellen waarbij de verplichtingen van aandeelhouders jegens de vennootschap toenemen.<sup>27</sup> Omdat unanimiteit tot gevolg heeft dat een onwelwillende aandeelhouder een machtspositie verkrijgt, noemt de wet vijf uitzonderingen op deze unanimiteit. Dit betekent echter niet dat er alsdan besloten wordt in gewone meerderheid. In deze vijf uitzonderingsgevallen is er de mogelijkheid dat een voorstel wordt aangenomen met 90% van de uitgebrachte stemmen en tevens wordt gesteund door 90% van het aanwezige kapitaal, een zogenaamde supermeerderheid.<sup>28</sup> De vijf uitzonderingsgevallen betreffen voorstellen waarbij:

1. het recht van aandeelhouders om dividend te ontvangen wordt beperkt ten gunste van partijen die geen aandelen in de vennootschap bezitten en die niet werknemer zijn in de vennootschap of haar dochtervennootschappen;
2. de overdraagbaarheid van de aandelen wordt beperkt. Hieronder wordt in ieder geval verstaan de beperking dat er voor overdracht toestemming van het bestuur nodig is of dat het aandeelhouders niet is toegestaan meer aandelen te houden dan een bepaald maximum;

---

26. De Denen hanteren het systeem van gewone meerderheid waarbij geldt dat het aantal stemmen vóór een voorstel het aantal stemmen tegen moet overtreffen ( $X > Y$ ). Een aantal andere landen, bijvoorbeeld Noorwegen, Zweden en Finland, verstaan onder gewone meerderheid dat het aantal stemmen vóór een voorstel minimaal de helft van het aantal uitgebrachte stemmen moet zijn ( $X > 1/2$ ). Bij blanco stemmen kan het verschil in uitleg van het begrip "gewone meerderheid" leiden tot een verschil in uitkomst van de stemming.

27. Artikel 79 Asl.

28. Zie: Hansen 2003a, p. 88.

3. aandeelhouders worden verplicht om aandelen af te stoten en/of terug te geven in situaties waarbij de vennootschap niet wordt ontbonden;
4. aandeelhouders worden beperkt in het uitoefenen van hun stemrecht tot een bepaald deel van alle stemmen of het ter vergadering vertegenwoordigd en stemmend kapitaal; of
5. aandeelhouders, in het geval van splitsing van een vennootschap, geen stemrechten ontvangen in elk van de verkrijgende vennootschappen, die proportioneel gelijk staan aan de stemrechten die de aandeelhouders in de splitsende vennootschap hadden.

In het Deense vennootschapsrecht zijn verschillende vormen van stemrechtbeperkingen mogelijk. Deze beperkingen kunnen betrekking hebben op individuele aandelen (het aantal uit te brengen stemmen per aandeel kan worden beperkt of verhoogd) of op een individuele aandeelhouder. Een beperking zou kunnen zijn dat een aandeelhouder niet meer stemmen dan een bepaald aantal mag uitbrengen (stemplafond) of niet meer aandelen mag houden dan een bepaald aantal (houderschapplafond). Indien statutair mogelijk, kunnen stemrechten worden geschorst op aandelen die zijn overgedragen en die door de nieuwe houder nog niet zijn geregistreerd op het moment dat de AVA wordt opgeroepen.

## 9.2 Corporate Governance

Ook in Denemarken is een uitvoerig corporate governance debat gevoerd. Door een aantal grote Deense faillissementen, privatisering en toegenomen buitenlandse concurrentie raakte de discussie, over taken en verantwoordelijkheden van de vennootschapsorganen, halverwege de jaren negentig in een stroomversnelling. Door de toenmalige regering werd een interministeriële commissie opgezet die tot doel had om corporate governance in de Deense context te analyseren.<sup>29</sup> In maart 2001 vroeg de regering vier bestuurders van grote Deense vennootschappen om te bekijken of er richtlijnen of aanbevelingen wenselijk waren voor een goede corporate governance in Denemarken. Deze commissie is bekend geworden als de Nørby-commissie, naar haar voorzitter, Lars Nørby Johansen. Het rapport van deze commissie<sup>30</sup> is nog steeds het belangrijkste document van de Deense discussie.<sup>31</sup> Denemarken kent een met Nederland en Duitsland vergelijkbaar two-tier systeem. De commissie merkt hierover het volgende op:

29. Zie: Rose en Mejer 2003, p. 335-344.

30. Nørby-rapport over corporate governance in Denemarken, 2002, <[www.corporategovernance.dk](http://www.corporategovernance.dk)>.

31. Het Nørby-rapport is opgevolgd door twee andere rapporten door een commissie waar Lars Nørby Johansen wederom voorzitter van was. Deze commissie was opgezet door de Copenhagen Stock Exchange en de rapporten verschenen in januari 2004 en mei 2005, <[www.corporategovernance.dk](http://www.corporategovernance.dk)>.

## HOOFDSTUK 9

*“The committee does not find reasons to presume that other governance models are superior to the Danish model. With its recommendations the committee would like to facilitate the even better functioning of the Danish model.”<sup>32</sup>*

In geen van de drie rapporten waren voorstellen voor wetswijzigingen te vinden. Wel zijn in de rapporten lijsten met aanbevelingen opgenomen. In de regeling betreffende de notering van effecten aan de Copenhagen Stock Exchange worden beursgenoteerde A/S gedwongen om uitvoering te geven aan deze aanbevelingen óf uit te leggen waarom aan een bepaalde aanbeveling geen uitvoering wordt gegeven. De aanbevelingen uit het rapport zijn in acht categorieën ingedeeld waarvan de eerste voor dit proefschrift de meest belangrijke is. In de eerste categorie worden aanbevelingen geformuleerd om de rol van aandeelhouders en hun communicatie over en weer met het bestuur te verbeteren.

*“The role of the shareholders and their interaction with the management of the company:*

*The shareholders, the owners of the companies and society have a joint interest in the companies always being capable of adjusting to changing demands, which allows the companies to continue to be competitive and continue to create value. Good corporate governance implies that the board and the management understand that interaction between the management and the shareholders is of vital importance to the company. As owners of the company, the shareholders can actively exercise their rights and use their influence resulting in the management protecting the interests of the shareholders as best as possible, and ensuring efficient deployment of the company’s funds both in the short as well as the long term. Therefore, good corporate governance depends on appropriate frameworks which encourage the shareholders to enter into a dialogue with the management of the company and each other. This can be encouraged through a strengthening of the AGM’s role as a forum for communication and decisions, and by creating proportionality between capital investments and the voting rights of all the shares in the company.”<sup>33</sup>*

De Nørby-commissie werkt deze uitgangspunten uit in een viertal aanbevelingen waarvan de eerste voor dit proefschrift de meest interessante is.

*“Exercise of ownership and communication:*

*The shareholders can be motivated to exercise their rights and to use their influence if the board makes it as easy and costless as possible for the shareholders. It is recommended that the companies look into in which areas information technology can be used to improve the communication between the company and the shareholders, and between the individual shareholders in the company.”<sup>34</sup>*

---

32. Nørby-rapport, p. 25.

33. Nørby-rapport, p. 11.

34. Nørby-rapport, p. 12.

Deze aanbeveling om informatietechnologie te gebruiken om het voor aandeelhouders goedkoper en makkelijker te maken om hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen, heeft de Deense wetgever geïnspireerd tot het wettelijk faciliteren van dergelijke mogelijkheden. Op welke wijze dit is gebeurd, zal in de volgende paragraaf besproken worden.

### 9.3 Regelgeving VGM

Bij de Deense regering leefde aan het begin van deze eeuw sterk de wens om te komen tot een vereenvoudiging van de vennootschapsregelgeving en een verlaging van de administratieve lasten. Deze wens is de grondslag geweest voor een wetsvoorstel dat de bestaande regelgeving, op het terrein van een elektronische AVA, elektronische communicatiemiddelen en de splitsing van vennootschappen, aanvult of amendeert.<sup>35</sup> Het doel van deze wijziging is om de participatie van aandeelhouders in Deense vennootschappen te versterken.<sup>36</sup>

De Deense wetgever gaat ervan uit dat moderne communicatiemiddelen bijdragen aan het verwezenlijken van dat doel. Daarnaast stellen moderne communicatiemiddelen Deense vennootschappen in staat om kosten te besparen en daarmee aantrekkelijker te zijn voor afnemers en investeerders. Voordat ik de regeling omtrent elektronische communicatiemiddelen bespreek, wil ik nog enkele andere interessante punten van deze wet noemen. De wet bevat tevens een regeling die aandeelhouders de mogelijkheid biedt om het aandeelhoudersregister inzichtelijk te maken voor andere aandeelhouders. Dit komt de aandeelhouderstransparantie en de corporate democracy zeer ten goede. Ook beperkt de wet de mogelijkheid die aandeelhouders hadden om een stemvolmacht aan het bestuur te geven. Aandeelhouders behouden slechts de mogelijkheid om het bestuur een stemvolmacht te geven, indien de stemvolmacht voor één specifieke vergadering met een vooraf bekende agenda geldt. Aandeelhouders kunnen door deze voorwaarden volledig bekend zijn met de voorstellen waaraan ze door middel van het bestuur stemmensteun verlenen.

#### 9.3.1 *De geheel of gedeeltelijk elektronische vergadering*

Het wetsvoorstel biedt vennootschappen de mogelijkheid om elektronische communicatiemiddelen bij de aandeelhoudersvergadering toe te passen en documenten elektronisch uit te wisselen. De elektronische participatie kan via tekstberichten, internet of een ander medium met een correspondentiefunctie geschieden.

35. Wetsvoorstel nr. L.145, 2003 in werking getreden op 1 oktober 2003.

36. Ondanks uitvoerig onderzoek heb ik zelf noch mijn Deense contactpersonen cijfers kunnen vinden over de participatiegraad op Deense AVA's. De Deense contactpersonen schatten dat gemiddeld slechts 40% van het kapitaal op de AVA vertegenwoordigd is. Dit is vergelijkbaar met Nederland.

## HOOFDSTUK 9

Voorwaarde voor elektronische participatie is dat het medium het mogelijk maakt om de boodschap te reproduceren. Aangezien de Deense regering overtuigd is van de voordelen die elektronische communicatiemiddelen met zich mee kunnen brengen, geeft ze vennootschappen de vrijheid om te beslissen of ze hun AVA fysiek, deels elektronisch of zelfs geheel elektronisch willen laten verlopen.

Daar de gemiddelde lezer en de auteur het Deens niet geheel beheersen én er een officiële vertaling<sup>37</sup> in het Engels van de Aktieselskabsloven bestaat, zal ik belangrijke passages van titel 10 uit de Aktieselskabsloven in het Engels weergeven. Titel 10 geeft de wettelijke regeling omtrent de aandeelhoudersvergadering weer. Artikel 65 is het kernartikel van titel 10.

### Artikel 65 Asl

- (1) The shareholders' right to make decisions concerning the company shall be exercised at the general meetings.*
- (2) Every shareholder shall be entitled to attend the general meetings of the company and have the right to speak at such meetings. The articles of association may provide that in order to attend a general meeting, the shareholder shall give notice of his attendance within a certain period of time. Such notice period shall not be longer than five days, before the general meeting.*
- (3) The general meetings of state-owned companies shall be open to the press.*
- (4) The board of directors may decide that persons other than those listed in this Act may attend the general meeting, unless otherwise stipulated in the articles of association.*

Artikel 65 Asl geeft de basisprincipes weer die gelden bij Deense aandeelhoudersvergaderingen. Aandeelhouders kunnen het stemrecht, aanwezigheidsrecht en spreekrecht tijdens de vergadering uitoefenen. Door het eerdergenoemde wetsvoorstel L.145 is de Aktieselskabsloven geamendeerd en is artikel 65a Asl gecreëerd. In artikel 65a Asl biedt de Deense wetgever vennootschappen de mogelijkheid de AVA gedeeltelijk (lid 1) of geheel (lid 2) elektronisch te houden.

### Artikel 65a Asl

- (1) Unless otherwise stipulated in the articles of association, the board of directors may decide that the shareholders, as a supplement to physical attendance of the general meetings, be allowed to attend the general meeting electronically, including to vote electronically, without being physically present at the general meeting (partially electronic general meeting), cf. subsections 3-6.*
- (2) The general meeting may adopt a resolution that the general meeting only be held electronically without any possibility of physical attendance (com-*

---

37. Zie voor de officiële vertaling van de Aktieselskabsloven: Plesner 2006.



- pletely electronic general meeting), see subsections 3-6). Such a resolution shall include information as to how electronic media may be used in connection with attendance of general meetings. The resolution must be incorporated in the articles of association. The provisions in section 78 shall be applicable to the resolution and to amendments to it.*
- (3) The board of directors shall lay down the more specific requirements to the electronic systems used in connection with a partially or completely electronic general meeting. The notice of a general meeting shall include information to that effect, and it shall appear from the notice how the shareholders confirm electronic attendance and where they might find information about the procedure in connection with electronic attendance of the general meeting. If the company has issued bearer shares, the notice shall indicate how the owners of such shares may prove their rights to attend the general meeting electronically.*
- (4) It is a condition for holding both partially and completely electronic general meetings that the company's board of directors sees to it that the general meeting be held in a satisfactory manner. The system used shall be organised in such a manner that the requirements of the law to the holding of a general meeting are fulfilled, including the shareholders' possibilities of attending or voicing their opinions and vote at the general meeting. The system used shall also be able to establish in a reliable manner which shareholders attend the general meeting, which capital and voting rights they represent and the result of any voting.*
- (5) The general meeting may decide that the shareholders attending a partially or completely electronic general meeting must submit any questions to the agenda or to documents etc. for the purposes of the general meeting prior to the holding of the general meeting before expiry of a time limit stipulated in the articles of association. The resolution adopted by the general meeting shall be incorporated in the articles of association. The provisions in section 78 (1) and (3) shall apply to the resolutions and to any amendments to it.*
- (6) Otherwise the provisions of the Act on the holding of general meetings with the necessary deviations shall apply correspondingly to partially and completely electronic general meetings.*

De Deense wetgever maakt onderscheid tussen een gedeeltelijk en een volledig elektronische aandeelhoudersvergadering. Een gedeeltelijk elektronische aandeelhoudersvergadering is een fysiek samenkomen van aandeelhouders aangevuld met mogelijkheden om elektronisch mee te vergaderen. Elektronische communicatiemiddelen zijn duidelijk supplementair aan de fysieke vergadering. Gezien dit supplementaire karakter acht de Deense wetgever het vennootschapsbestuur het aangewezen orgaan om over elektronische communicatiemiddelen een besluit te nemen.

Artikel 65a lid 2 Asl regelt de volledig elektronische aandeelhoudersvergadering. De AVA kan een resolutie aannemen die het mogelijk maakt om zonder

## HOOFDSTUK 9

fysiek samenkomen de vergadering louter elektronisch te laten plaatsvinden. Een dergelijke resolutie bevat informatie over welke rol elektronische communicatiemiddelen spelen bij de beraadslagingen en besluitvorming. De inhoud van de resolutie wordt opgenomen in de statuten.

Wat mij opvalt in dit artikel is dat, ongeacht de huidige statuten, altijd een besluit door de AVA genomen moet worden. Of de statuten, bijvoorbeeld bij oprichting, een volledig elektronische AVA reeds mogelijk maken, doet niet ter zake. De AVA zal altijd een resolutie moeten aannemen. Het nadeel van een dergelijke constructie is dat aandeelhouders niet bij oprichting kunnen bepalen dat geheel elektronisch vergaderd wordt, waardoor er eerst een fysieke AVA moet worden gehouden.<sup>38</sup> Dit valt slecht te rijmen met de (Europese) trend van flexibele ondernemingsvormen en verlaging van administratieve lasten. Het voordeel van een dergelijke constructie is dat de elektronische aandeelhoudersvergadering, bij een aangenomen resolutie, kan rekenen op een groot draagvlak onder de aandeelhouders. Dit draagvlak wordt nog eens versterkt door het feit dat een gekwalificeerde meerderheid met een dergelijke resolutie moet instemmen. Op een dergelijke resolutie is artikel 78 Asl van toepassing waardoor de resolutie slechts kan worden aangenomen indien twee derde van de uitgebrachte stemmen én twee derde van het aanwezige kapitaal voor de resolutie stemt. Daarnaast verbindt artikel 78 lid 2 Asl aan een dergelijke resoluties de eis dat niet meer dan 25% van het totale uitstaande aandelenkapitaal tegenstemt.<sup>39</sup>

De leden 3 tot en met 6 van artikel 65a Asl zijn van toepassing op zowel de gedeeltelijk als de volledig elektronische AvA. In deze leden worden additionele verplichtingen en voorwaarden genoemd waar het elektronisch communiceren aan moet voldoen. Het bestuur dient gedetailleerde vereisten te formuleren die aan elektronische communicatiemiddelen gesteld worden. De AVA dient door middel van een mededeling over deze eisen geïnformeerd te worden. Uit de mededeling moet blijken hoe aandeelhouders hun elektronische aanwezigheid kunnen bevestigen en waar nadere informatie te verkrijgen is omtrent het elektronisch uitoefenen van aandeelhoudersrechten.

In lid 4 van het bovengenoemde artikel wordt een zorgplicht op het bestuur gelegd om ervoor te zorgen dat de vergadering op een bevredigende wijze gehouden wordt. De (elektronische) systemen die gebruikt worden dienen in overeenstemming te zijn met titel 10 van de Aktieselkabsloven. De systemen dienen in ieder geval te waarborgen dat een aandeelhouder de vergadering kan volgen, zich kan identificeren, zijn mening kan laten horen en kan stemmen. Daarnaast noemt het eerder genoemde lid 4 expliciet het vereiste dat het systeem kan vaststellen welke aandeelhouders aan de vergadering deelnemen, welke kapitaals- en stemrechten vertegenwoordigd zijn en wat het resultaat is van een stemming. Uit de

---

38. Zie: Licht en Werlauff 2003, p. 2.

39. Artikel 78 lid 2 Asl: *In the situations mentioned in section 65 a (2) and section 65 b (1) and (5) it is, however, also a condition that shareholders representing 25% of the company's total share capital with voting rights do not vote against the resolution.*

Kamerstukken blijkt dat aan het overschakelen op een virtuele aandeelhoudersvergadering de voorwaarde wordt gesteld dat het bestuur zorgt voor de juiste technische omstandigheden ten aanzien van het gedeelte van het proces van elektronisch communiceren waar de vennootschap invloed op heeft.<sup>40</sup> Het toegepaste systeem moet zo zijn ingericht dat aandeelhouders hun rechten ongehinderd kunnen uitoefenen. Indien dit niet het geval is, heeft de vennootschap niet voldaan aan haar zorgplicht en kan een aandeelhouder een genomen besluit laten vernietigen en schadevergoeding op grond van onrechtmatige daad vorderen. Heeft de vennootschap wel voldaan aan haar zorgplicht en heeft een aandeelhouder desalniettemin niet kunnen deelnemen aan de vergadering, dan wordt in dat geval ervan uitgegaan dat dit voor risico van de aandeelhouder komt.<sup>41</sup> In uitzonderlijke situaties, bijvoorbeeld als een groot deel van de aandeelhouders niet heeft kunnen stemmen of indien er sprake is van cracken, is er een beroep mogelijk op de redelijkheid en billijkheid.<sup>42</sup> De redelijkheid en billijkheid kan met zich meebrengen dat de besluitvorming wordt verlengd of verdaagd of dat een besluit wordt vernietigd.<sup>43</sup>

Lid 5 van artikel 65a Asl verleent de AVA de bevoegdheid om te vast te stellen dat aandeelhouders die deelnemen aan een gedeeltelijke of volledige elektronische AVA hun vragen voor een bepaalde periode moeten indienen. Aangezien een dergelijke vaststelling volgens de wet statutair moet worden opgenomen, geldt de eis van een gekwalificeerde meerderheid van artikel 78 lid 1Asl. Lid 6 van artikel 65a Asl stelt dat de overige regels die in titel 10 van de Aktieselskabsloven genoemd worden, van overeenkomstige toepassing zijn op de gedeeltelijke en geheel elektronische aandeelhoudersvergadering.

Artikel 72 lid 2 Asl bevat een bepaling die de *Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*,<sup>44</sup> de Deense equivalent van de Kamer van Koophandel, de bevoegdheid geeft om in uitzonderlijke situaties een AVA bijeen te roepen.<sup>45</sup> Lid 3 van voormeld artikel geeft aan dat de Kamer van Koophandel kan besluiten dat de vergadering fysiek plaatsvindt, ongeacht een geaccepteerde resolutie zoals bedoeld in artikel 65a Asl.

40. *Kamerstukken* bij de behandeling van de wet L.145, 2003, §14.55, <www.folketinget.dk>.

41. Witthøfft 2004.

42. De Deense regeling inzake het wegvallen van de internetverbinding lijkt sterk op die van Nederland zoals weergegeven in: *Kamerstukken II* 2005/06, 30 019, nr. 7, p. 5 en besproken door Nowak 2006, p. 622-623 en Vletter-van Dort 2006, p. 545-560.

43. *Kamerstukken* bij de behandeling van de wet L.145, 2003, §14.55, <www.folketinget.dk>.

44. Zie: <www.eogs.dk>.

45. Onder uitzonderlijke situaties wordt verstaan de omstandigheid dat een vennootschap geen bestuur (meer) heeft en de omstandigheid dat het bestuur geen AVA oproept hoewel het daar wel op grond van de wet, de statuten of een resolutie van de aandeelhouders toe verplicht is. De vergadering wordt voorgezeten door een persoon die de Kamer van Koophandel daartoe heeft gemachtigd en het bestuur is verplicht tot medewerking aan deze persoon. De kosten worden in eerste instantie gedragen door de Kamer van Koophandel maar zullen van de vennootschap worden gevorderd.

## HOOFDSTUK 9

### 9.3.2 Elektronisch communiceren

Naast een regeling voor het elektronisch organiseren van een AVA, bevat wetsvoorstel 303 ook een regeling voor het elektronisch communiceren met aandeelhouders. Deze laatste regeling is neergelegd in artikel 65b.

#### Artikel 65b Asl

- (1) The general meeting may adopt a resolution to use electronic exchange of documents and electronic mail in connection with communication between the company and the shareholders (electronic communication) instead of submission or presentation of paper -based documents pursuant to this Act, see subsections 2 and 3. Electronic communication may thus be used between the company and the shareholders irrespective of any formal requirements that might be listed in the provisions concerning the relevant documents and communications, see however subsection 5 and section 179.*
- (2) It shall appear from the resolution pursuant to subsection 1 which communications etc. are comprised by the resolution and in which manner electronic communication must or may be used. It shall also appear from the resolution where the shareholders may find information about the requirements to the systems used and on the procedure in relation to electronic communication.*
- (3) The resolution adopted by the general meeting pursuant to subsections 1 and 2 shall be incorporated in the articles of association, see however subsection 4. The provisions in section 78 shall apply to the resolution and to any amendments to it.*
- (4) Even if the general meeting has not made a resolution to introduce electronic communication between the company and the shareholders pursuant to subsection 1, communication between the company and one or several shareholders may be electronic, if the parties in question have agreed so.*
- (5) Where it is prescribed by law that the communications etc. from the company to the shareholders shall be made by public notice or by announcement in the Official Gazette, the possibility of using electronic communication mentioned in subsection 1 cannot replace public notice or announcement in the Law Gazette, except in the situations mentioned in section 34 (2) and clause 3 of section 73 (2).*

Ingevolge artikel 65b lid 1 Asl kan de AVA een resolutie aannemen om het elektronisch communiceren van de vennootschap met de aandeelhouders én de aandeelhouders onderling mogelijk te maken. Als een dergelijke resolutie wordt aangenomen, hoeft een vennootschap niet langer tevens een papieren versie beschikbaar te stellen. Gezien deze implicatie dient een dergelijke resolutie in de statuten te worden opgenomen, hetgeen betekent dat artikel 78 lid 1 en lid 2 Asl een gekwalificeerde meerderheid vereist. Uit de resolutie blijkt welke vormen van communicatie voortaan elektronisch zullen zijn. Eveneens blijkt uit de resolutie waar aandeelhouders meer informatie kunnen vinden over de eisen die aan de gebruikte systemen

worden gesteld en de relevante procedures. Als een dergelijke resolutie is aangenomen, ontslaat dit vennootschappen niet van de verplichting om de AVA in een landelijk verspreid dagblad aan te kondigen.<sup>46</sup> Mocht de AVA geen resolutie aannemen of voorgelegd krijgen, dan is het toch mogelijk dat vennootschap en aandeelhouder elektronisch communiceren mits ze hier beide mee hebben ingestemd.

#### 9.4 Ervaringen

Aangezien Denemarken een van de weinige landen ter wereld is waar een elektronische aandeelhoudersvergadering wettelijk mogelijk is gemaakt, is het bijzonder interessant om te zien welke ervaringen er daar vooralsnog zijn opgedaan. Van de mogelijkheid om de aandeelhoudersvergadering gedeeltelijk elektronisch te houden, wordt regelmatig gebruikgemaakt. Met name grotere vennootschappen hebben ervoor gekozen om een resolutie aan de AVA voor te leggen zodat de oproeping elektronisch kan geschieden en aandeelhouders via e-mail kunnen stemmen of via videoconferentie deel kunnen nemen. Enkele bekende voorbeelden zijn: Danske Bank, Nordea, TDC, ISS-Cleaning en Chemi Nova.

Van de mogelijkheid om de vergadering volledig elektronisch te laten verlopen, is tot heden geen gebruikgemaakt. Hiervoor worden door verschillende deskundigen<sup>47</sup> de volgende redenen gegeven:

- Er zijn in Denemarken vrijwel geen multinationals. De aandeelhouders zijn over het algemeen woonachtig in Denemarken en daardoor is de reisafstand naar een AVA beperkt.
- Het is voor buitenlandse aandeelhouders zeer lastig om hun stem op de AVA uit te brengen. De Deense wetgeving vereist voor het uitbrengen van de stem dat een buitenlandse aandeelhouder of custodian een eigen effectenrekening aanhoudt. Een omnibusrekening volstaat niet om aan deze eis te voldoen.<sup>48</sup> Veel buitenlandse aandeelhouders besluiten dan ook om niet in Denemarken te stemmen. Een VGM zal de oorzaak van hun afwezigheid niet veranderen en buitenlandse aandeelhouders hebben dan ook niet massaal om een virtuele aandeelhoudersvergadering gevraagd.
- Kleinere vennootschappen laten hun AVA vaak gepaard gaan met een diner. Dit wordt door vrijwel alle aandeelhouders, bestuurders en commissarissen op prijs gesteld.

46. In Nederland is dit voor beursvennootschappen niet anders. Hoewel wetsvoorstel 30019 het vennootschappen mogelijk maakt om aandeelhouders elektronisch op te roepen, vereist de noteringsovereenkomst met Euronext dat een AVA wordt aangekondigd in een landelijk verspreid dagblad.

47. De door mij geraadpleegde deskundigen zijn: Prof. Jan Schans Christensen en Stinne Taiger Ivø (København Universitet), Kristina Maria Siig (Syddansk Universitet), Lasse Esbjerg Christensen en Jacob Christensen (Plesner), Stig Bigaard (Bech Bruun) en Jørn Qviste (Rønne & Lundgren).

48. Een omnibusrekening is een effectenrekening waarop effecten voor rekening van verschillende natuurlijke of rechtspersonen kunnen worden aangehouden. Zie uitgebreid paragraaf 3.6.1.

## HOOFDSTUK 9

- Er is in Denemarken sprake van een bijzonder sterk ‘old boys network’ van ongeveer driehonderd personen. Vanuit deze groep van personen worden vrijwel alle bestuurders en commissarissen benoemd. Dit old boys network is terughoudend in het doorvoeren van veranderingen, zeker op het gebied van informatietechnologie. Daarnaast prefereren zij het fysieke contact onderling boven vergaderen op afstand.
- De Deense financiële pers heeft eveneens een voorkeur voor een fysieke bijeenkomst en het face to face contact met bestuurders.
- Er zijn vennootschappen die een geheel elektronische AVA hebben overwogen. Een zwaarwegend punt om voorlopig niet voor een VGM te kiezen, was dat de natuurlijke weerstand om naar de microfoon te lopen is verdwenen en dat dit zou kunnen leiden tot een stortvloed van vragen.
- Er zijn ook vennootschappen die in beginsel positief tegenover een virtuele vergadering staan. Bij deze vennootschappen overheerst koudwatervrees en de gedachte dat het nadelig kan zijn om als eerste over te stappen op een virtuele vergadering. Deze eerste vennootschap zal veel tijd, geld en energie moeten investeren alvorens tot een goed werkend geheel te komen. Veel vennootschappen kiezen er dan vooralsnog voor om rationeel afwachtend te zijn en een andere vennootschap de eer te gunnen om de eerste virtuele AVA te organiseren. Bij de door mij geraadpleegde deskundigen overheerst de gedachte dat eerst een ICT-bedrijf een VGM zal gaan toepassen. Bij gebleken succes zijn middelgrote ondernemingen geïnteresseerd waarna uiteindelijk de grootste ondernemingen zullen volgen.

De weinig overweldigende belangstelling voor een VGM in Denemarken komt niet voor eenieder als een verrassing. Zo werd reeds in de Kamerstukken door een parlementariër de verwachting uitgesproken dat eerst tien tot vijftien jaar zouden moeten verstrijken voordat de VGM regelmatig door vennootschappen zal worden georganiseerd.<sup>49</sup> Ook Lyhne vindt een virtuele aandeelhoudersvergadering een mooie aanvulling op de bestaande wijzen van het organiseren van AVA's maar hij verwacht niet dat er spoedig bijzonder veel gebruik van zal worden gemaakt. Ook wijst hij op het sociale element (lees het diner), dat bij een virtuele aandeelhoudersvergadering veel minder aanwezig is.<sup>50</sup> Dit is geen onbelangrijk punt gezien de relevantie van het old boys network. Hansen had verwacht dat de Copenhagen Stock Exchange in de noteringsreglementen zou neerleggen dat een beursgenoteerde vennootschap geen virtuele aandeelhoudersvergadering mag houden.<sup>51</sup> Dit is echter niet gebeurd, aangezien de CSE van mening is dat elke beursvennootschap deze keuze zelf moet maken.<sup>52</sup>

---

49. *Kamerstukken* bij de behandeling van de wet L.145, 2003, §14.45, <www.folketinget.dk>.

50. Zie: Lyhne 2004.

51. Zie: Hansen 2003c, p. 3.

52. Part II, Section 3, Chapter 4, Article 33 and 34 Rules Governing Securities Listing on the Copenhagen Stock Exchange A/S.

Op 3 oktober 2008 heeft het Deens centraal instituut, Værdipapircentralen A/S (afgekort “VP”), een webplatform gelanceerd waarop een VGM gehouden kan worden.<sup>53</sup> Het webplatform is een ‘white-label’ platform wat betekent dat de lay-out en functionaliteit gescheiden zijn. De lay-out kan dus eenvoudig aan de huisstijl van deelnemende vennootschappen worden aangepast, terwijl de technische functionaliteit niet verandert. Het door VP gelanceerde webplatform lijkt qua opzet en functionaliteit sterk op het VGM platform dat ik in hoofdstuk één en zeven heb geschetst.<sup>54</sup> Eind 2008 zal Sparindex, een Deens beleggingsfonds, als eerste gebruik maken van VP’s webplatform. VP verwacht dat Deense vennootschappen met een VGM hun aandeelhouders veel voordeel kunnen bieden en schat de vraag de komende jaren als sterk groeiend in.

## 9.5 Leerpunten

Denemarken is het eerste Europese land dat de virtuele aandeelhoudersvergadering wettelijk heeft gefaciliteerd. Een doorslaand succes is dat tot heden niet geworden. Zowel uit de formulering van de wetgeving als uit het beperkte succes komt een aantal leerpunten naar voren.

- Draagvlak: de Deense wetgever vereist dat de AVA een besluit neemt over het geheel elektronisch houden van de AVA. Hiermee wordt bereikt dat een VGM slechts doorgang kan vinden indien er voldoende draagvlak onder de aandeelhouders is.
- Minderheidsbescherming: aangezien alle aandeelhouders, bij een geaccepteerde resolutie, slechts elektronisch kunnen deelnemen, heeft de wetgever gemeend de minderheidsaandeelhouders te moeten beschermen met een bepaling dat niet meer dan 25% van het uitstaande aandelenkapitaal tegen het voorstel mag stemmen.
- Informatieverplichtingen: de resolutie moet alle eisen die de gebruikte systemen stellen aan de computer en verbinding van de aandeelhouder bevatten. Ook moet er uitgebreide informatie over de gang van zaken op de VGM worden gegeven. Mede aan de hand van deze informatie zullen aandeelhouders hun stembeslissing voor de resolutie bepalen.
- Zorgplicht: het bestuur is ervoor verantwoordelijk dat de AVA op een bevredigende wijze verloopt. Het bestuur heeft een zorgplicht waar het aan dient te voldoen. Als hier niet aan is voldaan, kan een aandeelhouder een genomen besluit vernietigen en schadevergoeding vorderen. Slechts in de gevallen waarbij wel voldaan is aan de zorgplicht en er zich toch een incident voordoet,

53. <[www.virtualgeneralmeeting.com](http://www.virtualgeneralmeeting.com)>, zie op deze website eveneens een korte informatieve demonstratiefilm.

54. <[www.virtualgeneralmeeting.com](http://www.virtualgeneralmeeting.com)>: “*VP’s solution for virtual general meetings follows most of Anatoli van der Krans recommendations on how to make the best conditions for a virtual shareholder meeting.*” Zie voor mijn aanbevelingen: Van der Krans, 2007a.

## HOOFDSTUK 9

komt dit incident voor risico van de aandeelhouder. In uitzonderlijke situaties is er een beroep mogelijk op de redelijkheid en billijkheid.

- Koudwatervrees: het is niet onbegrijpelijk dat vennootschappen huiverig zijn om op iets over te stappen waarvan de voordelen zich in de praktijk nog niet hebben bewezen. Vennootschappen zijn rationeel afwachtend. Vanuit het oogpunt van corporate governance, corporate democracy en investor relations is echter zeer wel te verdedigen dat een VGM bijzonder interessant kan zijn voor vennootschappen.
- Onafhankelijke voorzitter: op Deense AVA's is het zeer gebruikelijk dat de voorzitter van de vergadering een buitenstaander is. De AVA benoemt haar voorzitter aan het begin van de AVA en zal bij de benoeming onder andere letten op onpartijdigheid en deskundigheid. De voorzitter draagt zorg voor een goed verloop van de vergadering en een evenwichtig verdeelde spreektijd. Ook op een VGM is het van groot belang dat de voorzitter van de vergadering als onafhankelijk wordt gezien en alle relevante belangen in zijn beslissingen meeweegt. De rol van de voorzitter kan vervuld worden door de voorzitter van de raad van commissarissen maar kan ook, zoals in Denemarken, worden vervuld door een buitenstaander.

### 9.6 Resumé

De Deense wetgever heeft voorop gelopen in het wettelijk faciliteren van de virtuele aandeelhoudersvergadering. De regelgeving is duidelijk en helder geformuleerd en stuitte op weinig weerstand. Tijdens de parlementaire behandeling was een VGM in feite geen issue en waren alle partijen positief tot zeer positief. Vooralsnog blijken de behoefte en de bruikbaarheid van de VGM in Denemarken beperkt.

Als belangrijkste oorzaken van het beperkte succes kunnen het beperkt aantal buitenlandse aandeelhouders, het bijzonder sterke old boys network en koudwatervrees worden aangewezen. In de markt leeft de gedachte dat de Deense wetgever in 2003 zijn tijd ver vooruit was maar dat binnen tien jaar verschillende vennootschappen de AVA virtueel zullen organiseren. Enkele Deense deskundigen verwachten dat binnen vijftientig jaar bij het merendeel van de Deense beursvennootschappen de AVA uitsluitend virtueel plaats zal vinden.

De Deense wetgever heeft terecht ingezien dat het niet aan hem maar aan de vennootschap is om een besluit te nemen over het virtueel vergaderen. De Deense wetgever heeft een solide basis gelegd voor een vennootschap die zijn AVA virtueel wil organiseren. VP, het centraal instituut van Denemarken, faciliteert een virtuele aandeelhoudersvergadering door middel van een white-label VGM-platform. De wetgeving en infrastructuur zijn aldus gereed om vennootschappen een virtuele aandeelhoudersvergadering te laten organiseren die dezelfde functionaliteiten kent als een fysieke AVA.



## Hoofdstuk 10

# Aanbevelingen voor een wetswijziging

## 10.1 Inleiding

### 10.1.1 Doelstellingen en uitgangspunten

De primaire doelstelling van dit proefschrift is het verkennen van de mogelijkheden van een virtuele aandeelhoudersvergadering en het lokaliseren van aandachts- en knelpunten in het recht en de praktijk. Een tweede doelstelling die mij voor ogen stond is om de aandachts- en knelpunten betreffende de VGM op te lossen en hierbij een evenwichtige afweging van belangen van de verschillende stakeholders te maken. Bij het nastreven van die doelstellingen heb ik me vervolgens door de volgende uitgangspunten laten leiden:

- de AVA dient in elk geval haar huidige functies te behouden en dient deze bij voorkeur beter te vervullen;
- invoering van moderne communicatiemiddelen moet leiden tot een sterkere betrokkenheid van aandeelhouders bij de vennootschap;
- de informatieverschaffing aan aandeelhouders moet behouden blijven of worden verbeterd;
- reductie van (administratieve) lasten;
- de rechtsgeldigheid en betrouwbaarheid van documenten en (rechts)handelingen moet gewaarborgd blijven;
- versterking van de corporate democracy;
- leren van ervaringen uit Delaware en Denemarken;
- faciliteren van de behoeften van de hedendaagse, nationale en internationale, praktijk.

Een deel van de uitgangspunten is gelijk aan de in hoofdstuk één geformuleerde basisprincipes van moderne communicatiemiddelen. Een ander deel is afkomstig uit de conclusies van eerdere hoofdstukken. Het is goed om deze doelstellingen en uitgangspunten helder voor ogen te houden bij het formuleren van aanbevelingen voor een wetswijziging.

### 10.1.2 Aard van de voorstellen voor wetteksten

Op basis van overwegingen en conclusies uit voorgaande hoofdstukken zal ik in het navolgende een aantal tekstvoorstellen voor wetgeving doen. Daarbij lijkt het

## HOOFDSTUK 10

mij juist te benadrukken dat deze teksten primair bedoeld zijn om mijn aanbevelingen zo puntig mogelijk samen te vatten en te presenteren. Dat betekent aldus niet dat ik meen dat alle tekstvoorstellen zonder meer als wetteksten kunnen worden overgenomen. Een wettekst zal immers volstrekt eenduidig moeten zijn zowel wat betreft de betekenis van de daarin gehanteerde terminologie als ook vanuit het perspectief van de consistentie daarvan met andere relevante wet- en regelgeving. Ik realiseer me dat de mogelijkheid bestaat dat een aantal tekstvoorstellen nog niet ten volle aan deze eisen voldoet. Als wetenschapper heb ik echter ook niet de taak noch de pretentie om geheel uitgekristalliseerde wetteksten te formuleren. Waar duidelijk werd dat een tekst bij het streven naar juridische perfectie slecht leesbaar zou worden, heb ik de voorkeur gegeven aan een wellicht niet geheel sluitende tekst die echter wel de kerngedachte beter tot uitdrukking doet komen.

Desalniettemin heb ik veel tijd en energie besteed aan het zo zorgvuldig en correct mogelijk redigeren van de voorgestelde teksten. Veel tekstvoorstellen zijn de resultante van een aantal versies en besprekingen met experts en wetgevingsjuristen. Ik heb daarom wel de overtuiging dat veel van mijn tekstvoorstellen een zinvolle basis voor wetgevende activiteiten kunnen bieden.

### *10.1.3 Methode van behandeling*

De methode van behandeling van de aan te snijden onderwerpen zal steeds hetzelfde patroon volgen en bestaan uit:

- a. beknopte weergave van de huidige wettelijke regeling;
- b. kanttekeningen bij de huidige regeling en inventarisatie van knelpunten;
- c. mogelijke oplossingen voor de gesignaleerde knelpunten;
- d. concrete aanbevelingen voor herziening van geldend recht. Na de aanbevelingen volgt bij het merendeel van de onderwerpen een conceptwettekst. Bij een conceptwettekst baseer ik me, waar mogelijk, op de huidige regeling. De door mij voorgestelde wijzigingen zijn cursief weergegeven.

De onderwerpen die in dit hoofdstuk naar voren zullen komen, zijn te verdelen in twee groepen. De eerste groep betreft onderwerpen die voor een virtuele aandeelhoudersvergadering van essentieel belang zijn. Dit zijn veelal knel- en/of aandachtspunten in de huidige wetteksten die gewijzigd moeten worden zodat de VGM juridisch mogelijk wordt gemaakt. Deze eerste groep zal ik in de volgende paragraaf behandelen.

De tweede groep is een aantal knel- en/of aandachtspunten dat ook los van de VGM een rol speelt. Gezien de veelal negatieve consequenties van de huidige regeling of praktijk op de fysieke vergadering maar ook op de virtuele vergadering, kom ik ook hier tot enkele aanbevelingen. Verbeteringen van de punten uit deze tweede groep zullen een positieve rol kunnen spelen in het vergroten van het succes van de VGM. De tweede groep zal ik in paragraaf 10.3 bestuderen.

## 10.2 Aanbevelingen VGM

### 10.2.1 Plaats van de vergadering

#### a. Huidige regeling

Artikel 2:116/226 BW schrijft voor dat de plaats waar de algemene vergadering moet worden gehouden zich in Nederland dient te bevinden:

*De algemene vergaderingen worden gehouden in Nederland ter plaatse bij de statuten vermeld, of anders in de gemeente waar de naamloze vennootschap haar woonplaats heeft. In een algemene vergadering, gehouden elders dan behoort, kunnen wettige besluiten slechts worden genomen, indien het gehele geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is.*

#### b. Knelpunt

Artikel 2:116/226 BW gaat uit van een fysieke bijeenkomst. Omdat een VGM elektronisch plaatsvindt, is onduidelijk op welke plaats de vergadering eigenlijk gehouden wordt. Een aandeelhoudersvergadering die uitsluitend elektronisch plaatsvindt, voldoet niet aan het wettelijke vereiste dat de AVA in een plaats in Nederland moet worden gehouden.

#### c. Oplossing

Gezien de mogelijke voordelen van een VGM, zouden vennootschappen zelf de keuze moeten hebben om aandeelhoudersvergaderingen al dan niet virtueel te houden. Deze keuze zal per vennootschap en aandeelhoudersbestand verschillend kunnen uitvallen. Het lijkt mij niet wenselijk dat de wetgever de mogelijkheid tot het geheel elektronisch laten plaatsvinden van de AVA voor elke Nederlandse vennootschap gesloten houdt. Hoewel de VGM veel voordelen met zich mee kan brengen, ben ik van mening dat de toepassing van een virtuele aandeelhoudersvergadering vrijwillig dient te gebeuren. Een verplichtstelling is wat mij betreft voorlopig niet aan de orde, doch dit kan bij gebleken en overtuigend succes uiteraard (voor bepaalde groepen vennootschappen) volgen. De vennootschap dient wettelijk de mogelijkheid te krijgen om te besluiten tot het volledig elektronisch plaats laten vinden van de AVA. De wetgever zou de VGM wettelijk moeten faciliteren zodat vennootschappen een VGM statutair mogelijk kunnen maken. Ik kies voor een statutaire bepaling zodat, in tegenstelling tot de regeling in Delaware, aandeelhouders in meerderheid<sup>1</sup> akkoord dienen te gaan met een omschakeling naar een virtuele AVA. Deze eis waarborgt voldoende draagvlak onder aandeelhouders.

---

1. In tegenstelling tot de regeling in Denemarken kies ik niet voor een resolutie die ongeacht de statuten in stemming dient te worden gebracht. De reden daarvoor is dat ik het geen bezwaar vind dat er bij de oprichtingsakte reeds voor een VGM kan worden gekozen. Daarnaast past een dergelijke resolutie niet in het Nederlands vennootschapsrecht.

*d. Aanbeveling*

Door de toevoeging ‘*tenzij de statuten bepalen dat de algemene vergadering geheel elektronisch plaats zal vinden*’ op te nemen, verkrijgen vennootschappen de mogelijkheid om een AVA virtueel te houden maar ook in het buitenland te organiseren.<sup>2</sup> Artikel 2:116 BW zou als volgt kunnen luiden:

**Artikel 2:116 BW:**

De algemene vergaderingen worden gehouden in Nederland ter plaatse bij de statuten vermeld, of anders in de gemeente waar de naamloze vennootschap haar woonplaats heeft, *tenzij de statuten bepalen dat de algemene vergadering geheel elektronisch plaats zal vinden*. In een algemene vergadering, gehouden elders dan behoort, kunnen wettige besluiten slechts worden genomen, indien het gehele geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is.

Het wetsvoorstel vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht biedt weliswaar verruimde mogelijkheden om de AVA buiten Nederland te houden, maar gaat nog steeds uit van een fysieke bijeenkomst in Nederland of het buitenland.<sup>3</sup> Om een VGM voor een BV mogelijk te maken zal dus artikel 2:226 BW gewijzigd moeten worden. Anticiperend op dit wetsvoorstel, formuleer ik voor de BV een ander tekstvoorstel dan voor de NV. Artikel 2:226 BW zou als volgt kunnen luiden:

**Artikel 2:226 BW:**

Lid 1: De algemene vergadering wordt gehouden ter plaatse bij de statuten vermeld, of anders in de gemeente waar de vennootschap haar woonplaats heeft, *tenzij de statuten bepalen dat de algemene vergadering geheel elektronisch plaats zal vinden*. De in de statuten vermelde plaats kan een plaats buiten Nederland zijn.

Lid 2: Wordt na de oprichting een plaats buiten Nederland aangewezen, dan kan het daartoe strekkende besluit tot wijziging van de statuten slechts worden genomen met algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd en voor zover alle vergadergerechtigden met de statutenwijziging hebben ingestemd.

Lid 3: Een algemene vergadering kan elders dan behoort worden gehouden, mits alle vergadergerechtigden hebben ingestemd met de plaats van de ver-

---

2. Ofschoon de expertgroep BV-recht een andere reden aanvoerde, kwam deze wat betreft artikel 2:226 BW met dezelfde aanbeveling. De expertgroep is van mening dat, indien de aandeelhouders van een vennootschap uit verschillende landen afkomstig zijn, hetgeen bij een joint venture in de vorm van een BV zeer wel denkbaar is, het voorschrift om een AVA in Nederland te laten plaatsvinden op bezwaren stuit. Expertgroep BV-recht 2004, p. 41.

3. Zie *Kamerstukken II 2006/07*, 31 058, nr. 2, p. 17.

gadering en de bestuurders en de commissarissen voorafgaand aan de besluitvorming in de gelegenheid zijn gesteld om advies uit te brengen.

### *10.2.2 Quorum*

#### *a. Huidige regeling*

Artikel 2:120/230 lid 2 en 3 BW bepaalt dat, tenzij bij wet of statuten anders is bepaald, de geldigheid van besluiten niet afhankelijk is van het ter vergadering vertegenwoordigde kapitaal. De statuten kunnen echter vrijwel onbeperkt quorumeisen stellen.

#### *b. Knelpunt*

Bij een virtuele aandeelhoudersvergadering zal het vertegenwoordigde kapitaal niet op hetzelfde moment vertegenwoordigd zijn. Het kan dan een knelpunt opleveren dat artikel 2:120/230 BW spreekt van “ter vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal”. In het bijzonder wanneer de VGM enkele dagen duurt, zullen niet alle aandeelhouders op hetzelfde moment ingelogd zijn. Er kan worden beargumenteerd dat dit niet verenigbaar met het “ter vergadering vertegenwoordigd” zijn. Indien deze interpretatie juist is, is het ter facilitering van de VGM noodzakelijk dat de wettekst wordt gewijzigd.

#### *c. Oplossing*

Het gesignaleerde knelpunt zal spelen bij een VGM waar besluiten op de agenda staan die slechts genomen kunnen worden wanneer voldaan is aan een bepaald quorum. De zinsnede “ter vergadering vertegenwoordigd” dient voor de VGM te worden uitgelegd c.q. te worden gewijzigd in “op enig moment ter vergadering vertegenwoordigd”. Deze uitleg danwel wijziging is zeer wel verdedigbaar aangezien aandeelhouders door in te loggen op de VGM juist wel vertegenwoordigd zijn. Wanneer deze stelling aangehangen wordt, is een quorumeis bij de VGM verenigbaar met artikel 2:120 lid 2 en 3 BW en is het niet noodzakelijk dat er wijzigingen worden aangebracht in de tekst of de uitleg van dit artikel. Aan de uitleg van de quorumbepaling is in de literatuur vrijwel geen aandacht besteed. Ook de wetsgeschiedenis zwijgt op dit punt. De wetgever dient zich hierover echter wel uit te spreken om de rechtszekerheid te waarborgen van besluiten waarvoor quorumeisen gelden in een VGM.

#### *d. Aanbeveling*

Een mogelijkheid is dat de Minister van Justitie in de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel waarmee de VGM mogelijk wordt gemaakt, uitdrukkelijk stelt dat de genoemde zinsnede op de door mij voorgestelde wijze wordt uitgelegd. Een mogelijkheid die meer duidelijkheid biedt is om in artikel 2:120/230 lid 2 en 3 BW de zinsnede “ter vergadering vertegenwoordigd” te vervangen door “op enig moment ter vergadering vertegenwoordigd”.

## HOOFDSTUK 10

### **Artikel 2:120/230 BW:**

Lid 2: Tenzij bij de wet of de statuten anders is bepaald, is de geldigheid van besluiten niet afhankelijk van het *op enig moment* ter vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal.

Lid 3: Indien in de statuten is bepaald dat de geldigheid van een besluit afhankelijk is van het *op enig moment* ter vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal en dit gedeelte *niet op dat moment* ter vergadering vertegenwoordigd was, kan, tenzij de statuten anders bepalen, een nieuwe vergadering worden bijeengeroepen waarin het besluit kan worden genomen, onafhankelijk van het op deze vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal. Bij de oproeping tot de nieuwe vergadering moet worden vermeld dat en waarom een besluit kan worden genomen, onafhankelijk van het ter vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal.

### *10.2.3 Aandachtspunt technisch falen*

#### *a. Huidige regeling*

Bij de behandeling van het toenmalige wetsvoorstel 30019 heeft de minister van Justitie de verplichting van een vennootschap ten aanzien van het elektronisch communiceren een inspanningsverplichting genoemd.<sup>4</sup> Vennootschappen hebben een inspanningsverplichting om die maatregelen te treffen die redelijkerwijs van hen gevergd kunnen worden om te voorkomen dat communicatieverbindingen tijdens de vergadering wegvallen of dat een ander technisch falen zich voordoet. Voldoet een vennootschap hieraan en is toch sprake van een technisch falen, dan is het risico voor de aandeelhouder. Wanneer de vennootschap echter niet aan haar inspanningsverplichting voldoet, wordt een technisch falen haar wel toegerekend. Alhoewel dit niets af doet aan de gelding daarvan, is de inspanningsverplichting waar de minister het over had niet neergelegd in de wettekst.

#### *b. Knelpunt*

In hoofdstuk vijf heb ik eenzelfde soort regeling voor de VGM bepleit. Ik heb daar beargumenteerd dat indien een vennootschap voldoet aan de state-of-the-art inspanningsverplichting, het risico voor het elektronisch communiceren bij de aandeelhouder ligt. De redelijkheid en billijkheid kunnen hierbij als hardheidsclausules fungeren. Indien de vennootschap echter niet haar inspanningsverplichting heeft nageleefd, draagt zij het risico voor technisch falen en zou dit eventueel kunnen resulteren in aansprakelijkheid en aantasting van de op de VGM genomen besluiten. Een cruciale factor voor de bereidheid van partijen om over te stappen op een VGM is dat de kans op enig technisch falen slechts zeer klein is.

---

4. *Kamerstukken II 2005/06, 30 019, nr. 7, p. 5.*

## AANBEVELINGEN VOOR EEN WETSWIJZIGING

Betrouwbaarheid is essentieel en de inspanningsverplichting waarop de betrouwbaarheid gebaseerd is, verdient dan ook een plaats in de wet.

### *c. Oplossing*

Gezien het belang van betrouwbaarheid en de door de vennootschap te leveren inspanning, is er veel voor te zeggen om deze zorgplicht wettelijk te verankeren. De eisen die aan de zorgplicht dienen te worden gesteld, zouden niet moeten worden vastgelegd maar juist moeten worden overgelaten aan de stand van de techniek. Nadere specificering zal immers niet techniekneutraal zijn en kan snel achterhaald worden door verdere ontwikkeling van de techniek. Specificering zou kunnen leiden tot geringere flexibiliteit voor vennootschappen en zou mogelijk zelfs de toepassing van nieuwe en betrouwbare communicatiemethoden in de weg kunnen staan. Daarnaast kan het reguleren van dergelijke technische en andere eisen leiden tot ongewenste nieuwe administratieve lasten. Vennootschappen dienen periodiek te bezien welke technische eisen en voorwaarden ze aan de VGM moet verbinden om aan de state-of-the-art inspanningsverplichting te voldoen.

### *d. Aanbeveling*

Na artikel 2:116 BW wordt een nieuw artikel ingevoegd, luidende:

#### **Artikel 2:116a/226a BW:**

*Lid 1: Indien de algemene vergadering geheel elektronisch plaatsvindt, draagt de vennootschap ervoor zorg dat aandeelhouders, in persoon of bij een schriftelijk gevolmachtigde, door middel van een elektronisch communicatiemiddel aan de algemene vergadering deel kunnen nemen, daarin het woord kunnen voeren en het stemrecht uit kunnen oefenen.*

*Lid 2: Voor de toepassing van lid 1 is vereist dat de aandeelhouder via het elektronisch communicatiemiddel kan worden geïdentificeerd, rechtstreeks kan deelnemen aan de verhandelingen ter vergadering en het stemrecht kan uitoefenen.*

*Lid 3: Bij of krachtens statuten kunnen voorwaarden worden gesteld aan het gebruik van het elektronisch communicatiemiddel. Indien deze voorwaarden krachtens de statuten worden gesteld, worden deze bij de oproeping bekend gemaakt.*

*Lid 4: Lid 1 tot en met 3 zijn van overeenkomstige toepassing op een*

- a) houder van een met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaat van een aandeel;*
- b) vruchtgebruiker indien bij de vestiging van het vruchtgebruik is bepaald dat het stemrecht de vruchtgebruiker toekomt; en*
- c) pandhouder indien bij de vestiging van het pandrecht is bepaald dat het stemrecht de pandhouder toekomt.*

### 10.3 Overige aanbevelingen

#### 10.3.1 *Verplichting tot gebruik van het registratiesysteem*

##### *a. Huidige regeling*

Om vennootschappen in de gelegenheid te stellen om de aandeelhouders voor de AVA te administreren biedt de wet twee mogelijkheden. Vennootschappen hebben de keuze tussen het deponeringssysteem (artikel 2:117 lid 3 BW) en het registratiesysteem (2:119 BW).

##### *b. Knelpunt*

Omdat Nederland de mogelijkheid van het deponeren openhoudt wordt ons land door corporate governance service providers aangemerkt als blocking country.<sup>5</sup> Corporate governance service providers, zoals RiskMetrics ISS en Glass Lewis, stellen dat Nederland dit predicaat verliest als alle beursvennootschappen overgaan op een registratiedatum van minimaal dertig dagen voorafgaand aan de AVA. Daarnaast dienen alle schakels tussen de beursvennootschap en de eindbelegger (zoals custodians en serviceprovider) hun systemen in te richten op het niet blokkeren van aandelen. Zolang aan deze voorwaarden niet voldaan is, geven deze corporate governance service providers aan hun cliënten het advies om in een blocking country in zijn geheel niet te stemmen. Het is vrijwel zeker dat de opkomst op aandeelhoudersvergaderingen aanzienlijk zal stijgen als Nederland niet meer als blocking country aangemerkt wordt.<sup>6</sup>

##### *c. Oplossing*

Zeker gezien het feit dat er in Nederland nog maar een handvol beursvennootschappen zijn die gebruikmaken van deponering, pleit ik voor een verplicht gebruik van een registratietermijn van minimaal dertig dagen. De mogelijkheid om aandeelhouders te verplichten om hun aandelen te deponeren zou zo snel mogelijk moeten worden geschrapt.<sup>7</sup>

---

5. Zie: Abma 2006, p. 169-177.

6. Drie beursvennootschappen (Royal Dutch Shell, Reed Elsevier en Unilever) hebben een statutaire zetel in het Verenigd Koninkrijk, een land dat niet het predicaat blocking country draagt. Het bij deze vennootschappen gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen lag in 2006 op 50,5%. Dit is aanmerkelijk hoger dan een gemiddelde van 36,4% en 38,6% voor respectievelijk AEX- en AMX-vennootschappen. Illustratief is de stijging van het aantal uitgebrachte stemmen op de algemene vergadering van Shell: van 24,6% in 2005 als Nederlands Koninklijke Olie naar 48,0% in 2006 als Brits Royal Dutch Shell.

7. Ook de Richtlijn aandeelhoudersrechten (2007/36/EG) verbiedt het blokkeren van aandelen om vast te stellen wie aandeelhouder is. Een wetsvoorstel strekkende tot implementatie van deze richtlijn is in de zomer van 2008 akkoord bevonden door de ministerraad en ter advies toegezonden naar de Raad van State. Het wetsvoorstel dient uiterlijk 3 augustus 2009 in werking te zijn getreden.



*d. Aanbeveling*

Artikel 2:117 lid 3 BW wordt als volgt gewijzigd:

**Artikel 2:117 BW:**

Lid 3: De statuten kunnen bepalen dat een aandeelhouder niet gerechtigd is tot deelname aan de algemene vergadering zolang hij in gebreke is te voldoen aan een wettelijke of statutaire verplichting. ~~Wanneer bij de statuten is bepaald dat de houders van aandelen de bewijsstukken van hun recht vóór de algemene vergadering in bewaring moeten geven, worden bij de oproeping voor die vergadering vermeld de plaats waar en de dag waarop zulks uiterlijk moet geschieden. Die dag kan niet vroeger worden gesteld dan op de zevende dag voor die der vergadering. Indien de statuten voorschriften overeenkomstig de voorgaande bepalingen van dit lid bevatten, gelden deze mede voor de houders van de certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven.~~

Artikel 2:119 BW wordt als volgt gewijzigd:

**Artikel 119:**

~~De algemene vergadering kan het bestuur voor een periode van ten hoogste vijf jaren machtigen bij de bijeenroeping van een algemene vergadering te bepalen dat voor de toepassing van artikel 117 leden 1 en 2 en artikel 117a leden 1 en 4~~ Als stem- of vergadergerechtigde hebben te gelden zij die op een daarbij te bepalen tijdstip die rechten hebben en als zodanig zijn ingeschreven in een door het bestuur aangewezen register, ongeacht wie ten tijde van de algemene vergadering de rechthebbenden op de aandelen of certificaten zijn. ~~De machtiging kan ook voor onbepaalde tijd worden verleend bij de statuten.~~

*10.3.2 Identificatie van aandeelhouders - nationaal*

*a. Huidige regeling*

In het huidige effectengirostelsel houden aangesloten instellingen voor elke soort effecten een afzonderlijk verzameldepot aan bij Euroclear Nederland. Op grond van artikel 15 Wge zijn stemgerechtigd diegenen die in het verzameldepot van de aangesloten instelling vermeld staan als deelgenoot. Om alle stemgerechtigden in kaart te brengen zullen alle aangesloten instellingen de gegevens van de in hun verzameldepot opgenomen beleggers en/of intermediairs aan een centraal punt moeten doorgeven.

*b. Knelpunt*

Hoewel het doorgeven van aandeelhoudersgegevens *common practice* is, bestaat hiertoe tot op heden geen verplichting. Daarnaast is het zo dat elke aangesloten instelling en intermediair zijn eigen format en systeem van databeheer kent. Er bestaat geen duidelijke standaard waarop gegevens moeten worden aangeleverd, wat een inefficiënte verwerking van de dataverzamelaar tot gevolg heeft.

*c. Oplossing*

Het huidige indirect holding systeem kan worden aangevuld met een verplichting die inhoudt dat de Euroclear, aangesloten instellingen, intermediairs en andere tussenpersonen, desgewenst aan de uitgevende instellingen gegevens omtrent de identiteit van aandeelhouders zullen verstrekken zodat rechtstreekse communicatie mogelijk wordt. Deze verplichting is inmiddels opgenomen in het consultatiedocument corporate governance van de Minister van Financiën.<sup>8</sup> Naast de opname in de wet is het noodzakelijk dat ruim aandacht wordt besteed aan de implementatie van deze verplichting in de infrastructuur. Tot heden is het zo dat de verzameling en verwerking van aandeelhoudersinformatie vaak (gedeeltelijk) door diverse partijen geschiedt die elk hun eigen formats, tijdlijnen, communicatiekanalen en algemene voorwaarden hanteren. Standardisatie van formats en dergelijke kan een grote bijdrage leveren aan het sneller en efficiënter verzamelen en verwerken van aandeelhoudersinformatie. Om concurrentie qua formats uit te sluiten is het noodzakelijk dat er een centraal punt komt van waaruit alle aandeelhoudersinformatie verzameld wordt. Daarnaast hoeft een uitgevende instelling slechts met één partij contact op te nemen in plaats van mogelijk tientallen partijen. Op basis van de aandeelhoudersinformatie kunnen marktpartijen concurreren op shareholder information related issuer services. Euroclear Nederland lijkt het meest geschikt om de rol van centraal punt te vervullen.

*d. Aanbeveling*

Ik stel de volgende wijziging op het consultatiedocument corporate governance voor:

De voorgestelde tekst van artikel 49 g lid 1 en lid 2 Wge wordt vervangen door:

**Artikel 49g Wge**

*Lid 1: Een uitgevende instelling kan op ieder moment het centraal instituut schriftelijk of elektronisch verzoeken tot het verzamelen en de verstrekking van gegevens van houders van door haar of met haar medewerking uitgegeven aandelen.*

*Lid 2: Het centraal instituut kan op enig moment schriftelijk of elektronisch een verzoek tot het verzamelen en verstrekken van gegevens van de in het eerste lid bedoelde aandeelhouders doen aan:*

- a. een aangesloten instelling van wie het centraal instituut weet of redelijkerwijs mag aannemen dat zij een verzameldepot aanhoudt waartoe door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen of met haar medewerking uitgegeven certificaten behoren;*
- b. een intermediair van wie het centraal instituut weet of redelijkerwijs mag aannemen dat hij een verzameldepot aanhoudt waartoe door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen of met haar medewerking uitgegeven certificaten behoren;*

---

8. Consultatiedocument corporate governance 2008.

## AANBEVELINGEN VOOR EEN WETSWIJZIGING

- c. een persoon van wie het centraal instituut weet of redelijkerwijs mag aannemen dat hij, beroepsmatig en anders dan als intermediair of rechthebbende, door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen of met haar medewerking uitgegeven certificaten houdt.

Lid 3. Een verzoek als bedoeld in het eerste lid wordt binnen twee werkdagen na ontvangst van het verzoek beantwoord door middel van verstrekking van de verzochte gegevens of een verklaring dat door de geadresseerde geen door of met medewerking van de verzoeker uitgegeven aandelen worden geadministreerd of gehouden.

Lid 4. Onder gegevens zoals bedoeld in lid 1 wordt verstaan de naam, het adres, de woonplaats, het land en indien bekend het e-mailadres van de houder van door de uitgevende instelling of met haar medewerking uitgegeven aandelen. Onder gegevens wordt eveneens verstaan het aantal en de soort door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen of met haar medewerking uitgegeven certificaten dat gehouden wordt.

Lid 5. Bij ministeriële regeling kunnen regels worden gesteld met betrekking tot de wijze van verstrekking van de in het derde lid bedoelde gegevens.

In het kader van mijn voorstel tot centralisatie en standaardisatie kan de rest van het wetsvoorstel ongewijzigd blijven.

### 10.3.3 Identificatie van aandeelhouders - internationaal

#### a. Huidige regeling

De inefficiëntie bij de identificatie van aandeelhouders speelt eveneens op internationaal niveau. Zo leidt de hoofdregel van artikel 15 Wge, bij omnibusrekeningen, een keten van intermediairs en grensoverschrijdend aandeelhouden, niet tot aanwijzing van de belegger als stemgerechtigde. Niet de belegger (als achterliggende partij) maar degene die als deelgenoot vermeld staat in het verzameldepot is stemgerechtigd. De deelgenoot zou eventueel een volmacht kunnen geven aan de eerstvolgende intermediair in de keten, die vervolgens een ondervolmacht geeft aan de daaropvolgende intermediair. Deze keten van stemvolmachten bereikt dan uiteindelijk de belegger. Voor zowel de vennootschap als de belegger is dit echter zeer omslachtig en onwenselijk. Daarnaast is de belegger over het algemeen niet bekend met de precieze keten van intermediairs naar de vennootschap en kan hij lastig vaststellen wie degene is die aan hem een volmacht moet geven. Een verdere complicatie is het gevolg van het feit dat diverse rechtsstelsels verschillende regelingen voor het aanwijzen van de stemgerechtigde hantieren. Bij grensoverschrijdend aandeelhouden kan dit leiden tot een opeenstapeling van (cumulatieve) aanspraken tot uitoefening van het stemrecht.

#### b. Knelpunt

De opeenstapeling van stemrechaanspraken heeft tot gevolg dat de vennootschap vrijwel niet kan vaststellen wie zij als stemgerechtigde moet erkennen. Voor vennootschappen die hun aandeelhouders in het buitenland op afstand willen laten

## HOOFDSTUK 10

stemmen, leveren alle complicaties het risico op dat de besluitvorming achteraf ongeldig blijkt te zijn doordat partijen aan de stemming hebben deelgenomen die geen aandeelhouder waren of niet krachtens een geldige (keten van) volmacht(en) gerechtigd waren stemmen uit te brengen. De praktische en juridische verschillen tussen de nationale systemen en de daaruit voortvloeiende complicaties verhinderen vooralsnog het effectief en efficiënt grensoverschrijdend stemmen op afstand.

Beursvennootschappen met een geografische spreiding van het aandelenbezit ondervinden van de problemen met het bepalen van de stemgerechtigdheid de meeste belemmering. Aangezien dit type vennootschap waarschijnlijk ook het sterkst kan profiteren van de voordelen van de VGM, is het verlagen of verwijderen van deze belemmeringen essentieel voor het succes van de VGM.

### *c. Oplossing*

Er dienen duidelijke regels te komen voor de bepaling van de stemgerechtigdheid door middel van girale effectensystemen bij grensoverschrijdend aandeelhouden. Een mogelijke regeling kan gebaseerd worden op de primary and supplementary rule<sup>9</sup> of maar ook het Haagse Verdrag<sup>10</sup> kan als basis dienen. Ondanks enkele voorstellen is op Europees niveau tot heden geen regeling aangenomen waarin duidelijke regels voor het girale effectensysteem worden geformuleerd.

### *d. Aanbeveling*

Ik pleit voor een Europese of mondiale regeling waarmee duidelijkheid wordt gecreëerd met betrekking tot het girale effectensysteem. Zolang een dergelijke regeling er niet is, blijft het grensoverschrijdend uitoefenen van aandeelhoudersrechten moeizaam. Om het stemmen van buitenlandse aandeelhouders op een virtuele maar ook op een fysieke vergadering efficiënt en effectief te laten plaatsvinden, is het noodzakelijk dat er een internationaal geaccepteerde regeling komt. De genoemde voorstellen zouden als uitgangspunt kunnen dienen. Uiteindelijk maakt het niet eens zo veel uit welke regeling wordt aangenomen. Het is veel belangrijker dát er een regeling komt en dat deze qua inhoud internationaal geaccepteerd is.

## 10.4 Samenvatting van de aanbevelingen

Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek wordt, indien mijn aanbevelingen worden gevolgd, als volgt gewijzigd:

---

9. Zie: Rapport Expert Group on Cross Border Voting in Europe 2002, p. 23 en paragraaf 4.1.

10. The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities Held with an Intermediary (Haags Verdrag). Zie: paragraaf 4.1.4.

**Artikel 116:**

Lid 1: De algemene vergaderingen worden gehouden in Nederland ter plaatse bij de statuten vermeld, of anders in de gemeente waar de naamloze vennootschap haar woonplaats heeft, *tenzij de statuten bepalen dat de algemene vergadering geheel elektronisch plaats zal vinden*. In een algemene vergadering, gehouden elders dan behoort, kunnen wettige besluiten slechts worden genomen, indien het gehele geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is.

**Artikel 116a:**

*Lid 1: Indien de algemene vergadering geheel elektronisch plaatsvindt, draagt de vennootschap ervoor zorg dat aandeelhouders, in persoon of bij een schriftelijk gevolmachtigde, door middel van een elektronisch communicatiemiddel aan de algemene vergadering deel kunnen nemen, daarin het woord kunnen voeren en het stemrecht uit kunnen oefenen.*

*Lid 2: Voor de toepassing van lid 1 is vereist dat de aandeelhouder via het elektronisch communicatiemiddel kan worden geïdentificeerd, rechtstreeks kan deelnemen aan de verhandelingen ter vergadering en het stemrecht kan uitoefenen.*

*Lid 3: Bij of krachtens statuten kunnen voorwaarden worden gesteld aan het gebruik van het elektronisch communicatiemiddel. Indien deze voorwaarden krachtens de statuten worden gesteld, worden deze bij de oproeping bekend gemaakt.*

*Lid 4: Lid 1 tot en met 3 zijn van overeenkomstige toepassing op een*

- a. houder van een met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaat van een aandeel;*
- b. vruchtgebruiker indien bij de vestiging van het vruchtgebruik is bepaald dat het stemrecht de vruchtgebruiker toekomt; en*
- c. pandhouder indien bij de vestiging van het pandrecht is bepaald dat het stemrecht de pandhouder toekomt.*

**Artikel 117:**

Lid 3: De statuten kunnen bepalen dat een aandeelhouder niet gerechtigd is tot deelname aan de algemene vergadering zolang hij in gebreke is te voldoen aan een wettelijke of statutaire verplichting.

**Artikel 119:**

Als stem- of vergaderechtigde hebben te gelden zij die op een daarbij te bepalen tijdstip die rechten hebben en als zodanig zijn ingeschreven in een door het bestuur aangewezen register, ongeacht wie ten tijde van de algemene vergadering de rechthebbenden op de aandelen of certificaten zijn.

**Artikel 120:**

Lid 2: Tenzij bij de wet of de statuten anders is bepaald, is de geldigheid van besluiten niet afhankelijk van het *op enig moment* ter vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal.

## HOOFDSTUK 10

Lid 3: Indien in de statuten is bepaald dat de geldigheid van een besluit afhankelijk is van het *op enig moment* ter vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal en dit gedeelte *niet op dat moment* ter vergadering vertegenwoordigd was, kan, tenzij de statuten anders bepalen, een nieuwe vergadering worden bijeengeroepen waarin het besluit kan worden genomen, onafhankelijk van het op deze vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal. Bij de oproeping tot de nieuwe vergadering moet worden vermeld dat en waarom een besluit kan worden genomen, onafhankelijk van het ter vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal.

### **Artikel 226:**

Lid 1: De algemene vergadering wordt gehouden ter plaatse bij de statuten vermeld, of anders in de gemeente waar de vennootschap haar woonplaats heeft, *tenzij de statuten bepalen dat de algemene vergadering geheel elektronisch plaats zal vinden*. De in de statuten vermelde plaats kan een plaats buiten Nederland zijn.

Lid 2: Wordt na de oprichting een plaats buiten Nederland aangewezen, dan kan het daartoe strekkende besluit tot wijziging van de statuten slechts worden genomen met algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd en voor zover alle vergadergerechtigden met de statutenwijziging hebben ingestemd.

Lid 3: Een algemene vergadering kan elders dan behoort worden gehouden, mits alle vergadergerechtigden hebben ingestemd met de plaats van de vergadering en de bestuurders en de commissarissen voorafgaand aan de besluitvorming in de gelegenheid zijn gesteld om advies uit te brengen.

### **Artikel 226a:**

*Lid 1: Indien de algemene vergadering geheel elektronisch plaatsvindt, draagt de vennootschap ervoor zorg dat aandeelhouders, in persoon of bij een schriftelijk gevolmachtigde, door middel van een elektronisch communicatiemiddel aan de algemene vergadering deel kunnen nemen, daarin het woord kunnen voeren en het stemrecht uit kunnen oefenen.*

*Lid 2: Voor de toepassing van lid 1 is vereist dat de aandeelhouder via het elektronisch communicatiemiddel kan worden geïdentificeerd, rechtstreeks kan deelnemen aan de verhandelingen ter vergadering en het stemrecht kan uitoefenen.*

*Lid 3: Bij of krachtens statuten kunnen voorwaarden worden gesteld aan het gebruik van het elektronisch communicatiemiddel. Indien deze voorwaarden krachtens de statuten worden gesteld, worden deze bij de oproeping bekend gemaakt.*

*Lid 4: Lid 1 tot en met 3 zijn van overeenkomstige toepassing op een*

- a. houder van een met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaat van een aandeel;*
- b. vruchtgebruiker indien bij de vestiging van het vruchtgebruik is bepaald dat het stemrecht de vruchtgebruiker toekomt; en*

## AANBEVELINGEN VOOR EEN WETSWIJZIGING

- c. pandhouder indien bij de vestiging van het pandrecht is bepaald dat het stemrecht de pandhouder toekomt.*

### **Artikel 230:**

Lid 2: Tenzij bij de wet of de statuten anders is bepaald, is de geldigheid van besluiten niet afhankelijk van het *op enig moment* ter vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal.

Lid 3: Indien in de statuten is bepaald dat de geldigheid van een besluit afhankelijk is van het *op enig moment* ter vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal en dit gedeelte *niet op dat moment* ter vergadering vertegenwoordigd was, kan, tenzij de statuten anders bepalen, een nieuwe vergadering worden bijeengeroepen waarin het besluit kan worden genomen, onafhankelijk van het op deze vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal. Bij de oproeping tot de nieuwe vergadering moet worden vermeld dat en waarom een besluit kan worden genomen, onafhankelijk van het ter vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal.

Het consultatiedocument corporate governance van de Minister van Financiën wordt, indien mijn aanbeveling worden gevolgd, als volgt gewijzigd:

### **Artikel 49g Wet giraal effectenverkeer**

*Lid 1: Een uitgevende instelling kan op ieder moment het centraal instituut schriftelijk of elektronisch verzoeken tot het verzamelen en de verstrekking van gegevens van houders van door haar of met haar medewerking uitgegeven aandelen.*

*Lid 2: Het centraal instituut kan op enig moment schriftelijk of elektronisch een verzoek tot het verzamelen en verstrekken van gegevens van de in het eerste lid bedoelde aandeelhouders doen aan:*

*a. een aangesloten instelling van wie het centraal instituut weet of redelijkerwijs mag aannemen dat zij een verzameldepot aanhoudt waartoe door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen of met haar medewerking uitgegeven certificaten behoren;*

*b. een intermediair van wie het centraal instituut weet of redelijkerwijs mag aannemen dat hij een verzameldepot aanhoudt waartoe door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen of met haar medewerking uitgegeven certificaten behoren;*

*c. een persoon van wie het centraal instituut weet of redelijkerwijs mag aannemen dat hij, beroepsmatig en anders dan als intermediair of rechthebbende, door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen of met haar medewerking uitgegeven certificaten houdt.*

*Lid 3. Een verzoek als bedoeld in het eerste lid wordt binnen twee werkdagen na ontvangst van het verzoek beantwoord door middel van verstrekking van de verzochte gegevens of een verklaring dat door de geadresseerde geen door of met medewerking van de verzoeker uitgegeven aandelen worden geadministreerd of gehouden.*

## HOOFDSTUK 10

*Lid 4. Onder gegevens zoals bedoeld in lid 1 wordt verstaan de naam, het adres, de woonplaats, het land en indien bekend het e-mailadres van de houder van door de uitgevende instelling of met haar medewerking uitgegeven aandelen. Onder gegevens wordt eveneens verstaan het aantal en de soort door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen of met haar medewerking uitgegeven certificaten dat gehouden wordt.*

*Lid 5. Bij ministeriële regeling kunnen regels worden gesteld met betrekking tot de wijze van verstrekking van de in het derde lid bedoelde gegevens.*



## Samenvattende slotbeschouwing

### 11.1 Resumé

Ten tijde van de industriële revolutie zijn in en buiten Nederland allerlei ondernemingen gestart. Doordat deze en andere ondernemingen steeds groter werden, groeide eveneens de vraag naar kapitaal. Dit kapitaal werd verschaft door banken maar ook door particulieren die veel kennis hadden van de activiteiten waar de onderneming zich mee bezighield. Autonome groei, fusies en overnames waren de oorzaak van een verdere behoefte aan kapitaal waar via een beursgang in voorzien werd. Een direct gevolg van een beursgang was een verminderd contact met de (oorspronkelijke) aandeelhouders. Zo zakte de participatiegraad van aandeelhouders bij de AVA in de decennia na de Tweede Wereldoorlog naar historisch lage waarden. Een ander gevolg van een beursgang was dat vennootschappen kwetsbaar werden voor een vijandelijke overname. Om deze kwetsbaarheid te verminderen werden de rechten van aandeelhouders ingeperkt door certificering en werden andere beschermingsmaatregelen getroffen. Pas in de jaren '90 leidden globalisering, de opkomst van de professionele belegger, geografisch verspreid aandelenbezit en een meer liberale benadering van het vennootschapsrecht tot een trend waarin vraagtekens werden gezet bij het toenmalige vennootschapsrecht en de heersende praktijken. Zo was het aan Angelsaksische kapitaalverschaffers niet langer uit te leggen dat zij door certificering nauwelijks inspraak hadden. Deze (wereldwijde) trend en focus op corporate governance resulteerde in diverse wetswijzigingen, richtlijnen en codes. In Nederland kwam de Commissie Peeters in 1997 met 40 aanbevelingen op het gebied van corporate governance en presenteerde de Commissie Tabaksblat in 2003 de corporate governance code. Door deze code en enkele wetswijzigingen heeft certificering een groot deel van zijn effectiviteit verloren, hebben aandeelhouders een agenderings- en goedkeuringsrecht verkregen en is de positie van aandeelhouders in het algemeen verbeterd. Toch functioneren aandeelhoudersvergaderingen niet zoals dit door wet en code is beoogd. In hoofdstuk 1 is hiervoor een viertal symptomen geïdentificeerd.

1. Het eerste symptoom is absentisme. De lage opkomst van aandeelhouders op de AVA is te verklaren door rationele apathie en door praktische bezwaren die kleven aan het bezoeken van de AVA.
2. Het tweede symptoom is de gebrekkige representativiteit van de aandeelhouders op de vergadering. Door de geringe betrokkenheid van de overige aandeelhouders kunnen activistische beleggers zoals bijvoorbeeld hedge funds met een relatief klein belang, relatief veel invloed op het bestuur uitoefenen.

## HOOFDSTUK 11

De lage mate van representativiteit van de AVA komt haar functioneren niet ten goede.

3. Het derde symptoom is de lage kwaliteit van het debat. Hieraan is de informatieasymmetrie, het grote aantal voorafgaand aan de vergadering uitgebrachte stemmen, antagonisme en de gebrekkige organisatie debet.
4. Het vierde symptoom is de wijze waarop de aandeelhouders met hun stemrechten omgaan. Het uitlenen van aandelen schept de mogelijkheid voor de leners om stemrechten uit te oefenen zonder dat zij een corresponderend economisch belang hebben (empty voting). Worden de stemrechten wel zelf uitgeoefend, wordt vaak blindelings het advies van een stemadviseur opgevolgd of worden de stemrechten gebruikt voor individuele machtsuitoefening.

Door het gebruik van moderne communicatiemiddelen zouden vennootschappen in staat kunnen zijn om een aantal belangrijke oorzaken van het huidige (dis)functioneren van de AVA weg te nemen dan wel te verminderen. Moderne communicatiemiddelen stellen aandeelhouders immers in staat om, ondanks de geografische afstanden, snel, efficiënt en betrekkelijk goedkoop met elkaar en met de vennootschap te communiceren en mee te stemmen over besluiten van de AVA. Met name bij vennootschappen met een (wereldwijd) verspreid aandelenkapitaal kunnen moderne communicatiemiddelen een enorme stimulans betekenen voor de participatie en representativiteit in aandeelhoudersvergaderingen. Omdat van de onderzochte moderne communicatiemiddelen de virtuele aandeelhoudersvergadering bijzonder veel potentie lijkt te hebben, is de VGM in dit boek uitgebreid onderzocht.

Bij een virtuele aandeelhoudersvergadering is er geen fysieke samenkomst van aandeelhouders maar wordt vergaderd en gestemd via internet. Vennootschappen kunnen met het uitgaan van de oproeping of bij registratie voor de AVA een persoonlijke inlogcode mee (laten) sturen. Alle aandeelhouders kunnen met deze inlogcode toegang krijgen tot een zwaarbeveiligd VGM-platform waarop de AVA plaatsvindt. Op deze website kunnen aandeelhouders, naast alle relevante vergaderstukken, ook een discussieforum vinden. Via het discussieforum kunnen aandeelhouders kennis nemen van de discussie en hieraan deelnemen door vragen te stellen aan het bestuur of te reageren op opmerkingen van andere aandeelhouders. Via het discussieforum kunnen bestuurders en commissarissen reageren op de vragen en opmerkingen van aandeelhouders. Zo kan een constructieve dialoog ontstaan tussen betrokkenen, die veel zou kunnen bijdragen aan de meningsvorming door aandeelhouders over de voorgestelde besluitvorming. Nadat aandeelhouders hun stembeslissing hebben gemaakt, kunnen zij op een apart gedeelte van de website elektronisch de stem uitbrengen. Alle betrokkenen binnen de vennootschap, waar ter wereld zij zich ook bevinden, kunnen op betrekkelijk goedkope wijze deelnemen aan de vergadering. Zij hoeven zich bovendien niet allemaal op hetzelfde moment achter een computer te bevinden daar een VGM ook enkele dagen zou kunnen duren. Een VGM heeft een drietal voordelen:

## SAMENVATTENDE SLOTBESCHOUWING

1. Een besparing van kosten en tijd. Aandeelhouders kunnen reiskosten besparen, vennootschappen besparen organisatie en locatiekosten. Hoewel het bouwen c.q. gebruiken van een VGM-platform kostbaar is, resteert er een surplus. Het is geen vereiste dat alle betrokkenen op het zelfde moment op het VGM-platform zijn daar een VGM een paar dagen zou kunnen duren. Het is niet nodig dat aandeelhouders, bestuurders en commissarissen een dag(deel) blokkeren in hun agenda. Om de discussie te volgen en hieraan deel te nemen hoeven zij slechts regelmatig in te loggen. Dit zou tijd kunnen besparen maar stelt aandeelhouders in ieder geval in staat om de vergadertijd meer flexibel in te zetten.
2. Het tweede voordeel is een verbetering van de corporate democracy. Aandeelhouders kunnen, waar ter wereld zij zich ook bevinden, op een relatief goedkope wijze deelnemen aan de vergadering. De drempels voor het deelnemen aan de AVA worden verlaagd wat kan leiden tot een groei van de representativiteit en participatie van aandeelhouders bij de besluitvorming van de vennootschap. Door de lage kosten van het distribueren van informatie op het VGM-platform, kan het informatieaanbod stijgen en kan de informatie asymmetrie afnemen. Daarnaast biedt het discussieforum aandeelhouders mogelijkheden om elkaar van informatie te voorzien en zich indien nodig te verenigen. Door een VGM krijgen aandeelhouders geen nieuwe rechten. Een VGM stelt aandeelhouders wel in staat om beter geïnformeerd en op een meer evenwichtigere wijze hun bestaande rechten uit te oefenen. Door een evenwichtigere uitoefening van de rechten, kan het antagonisme verminderen en kan de VGM, naast face-to-face contact op investor relation meetings, een platform zijn voor een constructieve dialoog tussen aandeelhouders en bestuurders.
3. Het derde voordeel is een verbetering van de corporate governance. Door de VGM kan de corporate democracy sterk verbeteren en kan de AVA de rol gaan vervullen die de wet en Code Tabaksblad voor ogen hebben. Als de AVA inderdaad deze rol gaat vervullen, verbetert de corporate governance.

### 11.2 Antwoorden op de onderzoeksvragen

In hoofdstuk één is de centrale onderzoeksvraag van dit proefschrift als volgt geformuleerd:

*Wat zijn de juridische mogelijkheden, aandachtspunten en consequenties van een virtuele aandeelhoudersvergadering?*

Om deze vraag adequaat te beantwoorden zijn verschillende deelvragen in de verschillende hoofdstukken behandeld.

Allereerst zijn in hoofdstuk twee de vennootschapsrechtelijke aspecten van de VGM onderzocht. Hiermee is een duidelijk overzicht verkregen van de regelgeving en de praktijk en de rechten die aandeelhouders in de AVA kunnen uitoefenen.

## HOOFDSTUK 11

nen. Aan de AVA van een NV of BV komen naar dwingend recht belangrijke bevoegdheden toe zoals het vaststellen van de jaarrekening, het wijzigen van statuten en het goedkeuren van besluiten die de identiteit of het karakter van de vennootschap ingrijpend wijzigen. Afhankelijk van het al dan niet zijn van een structuurvennootschap en de inhoud van de statuten is hier nog een aantal bevoegdheden aan toe te voegen. Deze bevoegdheden zijn op een minimaal één maal per jaar te houden vergadering uit te oefenen. Bestuurders en commissarissen hebben in de AVA een adviserende stem. Bestuur en Raad van Commissarissen hebben de plicht om aan de AVA alle door de AVA verlangde inlichtingen te verstrekken tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich hiertegen verzet. In beginsel heeft iedere aandeelhouder spreek- en stemrecht in de AVA. Daarnaast hebben houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen het recht de AVA bij te wonen en daar het woord te voeren. Bij beursvennootschappen hebben zij in beginsel aanspraak op een volmacht om zelf het stemrecht uit te oefenen.

Daarnaast zijn in dit hoofdstuk twee vennootschapsrechtelijke knelpunten met betrekking tot de VGM gesignaleerd. Het eerste knelpunt is artikel 2:116 BW, dat bepaalt dat de AVA in een plaats in Nederland dient plaats te vinden. Mocht over de uitleg van dit artikel nog twijfel bestaan dan is dit weggenomen door het in paragraaf 2.4.1 weergegeven standpunt van de vorige minister van Justitie dat een aandeelhoudersvergadering fysiek moet plaatsvinden. Indien er statutair quorumvereisten zijn gesteld, is het tweede knelpunt artikel 2:120 BW. Aangezien een VGM enkele dagen zou kunnen duren, zal het statutair vereiste vertegenwoordigde kapitaal niet op hetzelfde moment vertegenwoordigd zijn. Om op een VGM ook besluiten te kunnen nemen waarvoor een quorumvereiste is gesteld, is het noodzakelijk dat de zinsnede “ter vergadering vertegenwoordigd” wordt uitgelegd als “op enig moment ter vergadering vertegenwoordigd”.

In hoofdstuk drie staan de effectenrechtelijke aspecten centraal. Zo zijn de verschillen tussen aandelen aan toonder en aandelen op naam en het proces van dematerialisatie aan bod gekomen. Door het gebruik van drie verschillende administratiewijzen kan het leveringsmoment van aandelen bij overdracht verschillen. Het leveringsmoment is belangrijk voor bijvoorbeeld het vaststellen wie aandeelhouder is. Deze vaststelling kan geschieden op basis van deponering van de aandelen óf door middel van een registratiedatum. Omdat Nederland de mogelijkheid van het deponeren openhoudt, wordt ons land door corporate governance service providers aangemerkt als blocking country. Pas als Nederland de registratiedatum verplicht stelt en alle schakels in het effectengirostelsel hun systemen inrichten op het niet blokkeren van aandelen zal Nederland het predicaat blocking country kwijtraken. Gezien de geringe implicaties en de te verwachten stijging van de opkomst op een AVA pleit ik voor een verplichting van een registratietermijn van minimaal 30 dagen voor de AVA. Een ander effectenrechtelijk aandachtspunt is de bepaling van de stemgerechtigdheid op basis van de Wet Giraal Effectenverkeer. De voor de vergadering noodzakelijke identificatie van aandeelhouders is in een nationale setting redelijk eenvoudig maar niet bijzonder efficiënt. Om de

identificatie efficiënter te laten verlopen pleit ik voor een gecentraliseerde en een gestandaardiseerde wijze van identificatie. Als alle aandeelhoudersgegevens op een gestandaardiseerde wijze inzichtelijk kunnen worden gemaakt via een centraal punt, vergroot dit de mogelijkheden om een constructieve dialoog tussen vennootschap en aandeelhouders op te bouwen en te onderhouden.

In hoofdstuk vier zijn de praktische en juridische obstakels van het grensoverschrijdend stemmen aan bod gekomen. De Wet Giraal Effectenverkeer leidt bij een keten van intermediairs, omnibusrekeningen en grensoverschrijdend aandeelhouden tot aanwijzing van een ander dan de economisch belanghebbende partij als stemgerechtigde. Dit is een belangrijk obstakel voor het uitoefenen van de aandeelhoudersrechten door de uiteindelijke belegger. Dit probleem bestaat al geruime tijd en staat in die zin los van de virtuele aandeelhoudersvergadering. Wel is het zo dat de vennootschappen die gezien hun karakteristieken naar verwachting het meest zouden kunnen profiteren van de VGM ook de meeste problemen ervaren met het grensoverschrijdend stemmen door de aandeelhouders. Hoewel de virtuele aandeelhoudersvergadering een fraaie operationele oplossing biedt voor een groot aantal problemen rondom de AVA, lost de VGM het infrastructurele probleem van het grensoverschrijdend stemmen niet op. Om de mogelijkheden die de VGM biedt, op het gebied van aandeelhoudersparticipatie, volledig te benutten, is het aldus van groot belang dat er óf een duidelijke mondiale regeling óf een duidelijke Europese regeling aangevuld met een aantal bilaterale verdragen komt.

In dit hoofdstuk is tevens onderzocht welk recht van toepassing is op de fysieke of virtuele aandeelhoudersvergadering. Het toepasselijk recht op de virtuele AVA zal in beginsel niet afwijken van het toepasselijk recht op de fysieke AVA. Het recht van het land waar de vennootschap geïncorporeerd is, beheerst de rechten en plichten van aandeelhouders jegens de vennootschap. Daarnaast verschaft het incorporatierecht regelingen om de AVA bij te wonen, daar het woord te voeren en het stemrecht uit te oefenen. Waar en wanneer een AVA moet plaatsvinden, hoe de oproeping dient te geschieden en wie tot oproeping gerechtigd zijn wordt eveneens beslist door het incorporatierecht.

De belangrijkste vraag in hoofdstuk vijf is of het technisch mogelijk is om een VGM-platform te bouwen. Hiertoe heb ik bij hooggekwalificeerde ICT-bedrijven offertes opgevraagd waarbij vele eisen en voorwaarden zijn gesteld aan de veiligheid, de gebruikersvriendelijkheid en de mogelijkheden om pieken in de gebruikerscapaciteit op te vangen. Diverse ICT-bedrijven hebben verklaard dat een dergelijk platform technisch uitstekend realiseerbaar is. Vervolgens is een aantal technische punten van de VGM de revue gepasseerd zoals gebruikersrechten, beveiliging van informatie en beveiliging van het VGM-platform. Bij deze punten is geconcludeerd dat er qua informatietechnologie zeer veel mogelijk is. Informatiebeveiliging is en blijft echter balanceren tussen bedreiging en budget. Techniek is slechts de helft van de beveiligingsoplossing. De andere helft wordt gevormd door de mensen, de organisatie, de procedures en de cultuur. Daarnaast

## HOOFDSTUK 11

is uitgebreid ingegaan op de vraag wie het risico draagt voor het elektronisch communiceren en een technisch falen daarvan. Ik heb beargumenteerd dat indien een vennootschap voldoet aan de state-of-the-art inspanningsverplichting, het risico voor het elektronisch communiceren bij de aandeelhouder ligt. De redelijkheid en billijkheid fungeren hierbij als hardheidsclausules. Indien de vennootschap niet haar inspanningsverplichting heeft nageleefd, zou dit onder omstandigheden kunnen resulteren in aansprakelijkheid en aantasting van de op de VGM genomen besluiten.

In hoofdstuk zes is door middel van een kostenbaten analyse geconcludeerd dat een VGM economisch haalbaar is. De kosten van een fysieke AVA zijn naast die van een VGM gezet. Uit deze kostenanalyse blijkt dat beursvennootschappen een aanzienlijke kostenbesparing kunnen realiseren door de AVA virtueel te laten plaatsvinden. Een fysieke vergadering is bijna twee maal zo duur als de een virtuele vergadering. De hoofdvraag van dit hoofdstuk, of een VGM economisch haalbaar is, is daarmee bevestigend beantwoord. Waar de kosten van de AVA (fysiek of virtueel) in hoge mate bepaalbaar zijn, is dat bij de baten absoluut niet het geval. De belangrijkste producten van een AVA zijn immers verantwoording, onderling overleg en besluitvorming. Ook bij een VGM zijn dit de producten van de AVA. Het onderzoek heeft zich dan ook nader toegespitst op de extra baten die een VGM biedt boven datgene wat een fysieke AVA biedt. Aan de kant van de aandeelhouders zijn de volgende extra baten geïdentificeerd: besparing van reistijd en reiskosten, besparing althans flexibelere inzet van vergadertijd en verlaagde transactiekosten voor het vergaren en verwerken van informatie. Om de extra baten voor de vennootschap in kaart te brengen is bezien of een VGM, via een verhoogde aandeelhoudersparticipatie en via een verbeterde corporate governance, leidt tot betere resultaten bij een vennootschap. Waterdicht bewijs voor een positieve relatie tussen de VGM en betere resultaten is niet beschikbaar maar via de genoemde tussenstappen is het toch aannemelijk geworden dat betere resultaten van de onderneming van de vennootschap een extra baat van een VGM is.

Hoofdstuk zeven gaat om de vraag welke impact de virtuele aandeelhoudersvergadering heeft op de corporate democracy. Er is een zevental pijlers voor een goede corporate democracy geïdentificeerd. De vraag welke invloed de virtuele aandeelhoudersvergadering heeft op de corporate democracy is dan ook beantwoord aan de hand van deze zeven pijlers van corporate democracy.

- Initiatiefrecht: De VGM brengt geen verandering in de uitoefening van het agenderingsrecht en de mogelijkheid om de AVA bijeen te roepen. Tijdens een fysieke AVA hebben aandeelhouders de gelegenheid om publiek of privé te overleggen over het al dan niet gezamenlijk uitoefenen van het agenderingsrecht voor de volgende AVA. Ook bij een VGM hebben aandeelhouders deze mogelijkheden. Zij kunnen door middel van de forumdiscussie of via private messages met anderen overleggen.
- Spreekrecht: Het recht op spreken betekent dat aandeelhouders het woord aan het bestuur en aan de medeaandeelhouders kunnen richten. Overleg tussen

## SAMENVATTENDE SLOTBESCHOUWING

bestuur en aandeelhouders is noodzakelijk voor gedegen, goed onderbouwde besluitvorming. Het is aannemelijk dat aandeelhouders in vergelijking met een fysieke vergadering minder vaak afwezig of slechts via volmacht vertegenwoordigd zijn. Hierdoor kan de dialoog tussen aandeelhouders onderling en aandeelhouders en bestuur sterk aan betekenis winnen.

- Stemrecht: De VGM kan sterk bijdragen aan een eenvoudige, tijdsefficiënte en goedkope wijze van stemmen. Een belangrijk voordeel is daarnaast dat een VGM ook langer dan een dagdeel zou kunnen duren waardoor het ook voor geografisch verspreide aandeelhouders mogelijk is om een stembeslissing te maken welke is gebaseerd op de dialoog. Indien geografisch verspreide aandeelhouders hun stemrecht efficiënt willen uitoefenen blijft het essentieel dat er een goede regeling ter facilitering van het grensoverschrijdend stemmen komt.
- Recht op inlichtingen: Via het VGM-platform kunnen aandeelhouders alle relevante vergaderstukken inzien, vragen aan het bestuur stellen en elkaar wijzen op (extra) informatie. Mits alle informatie overzichtelijk gepresenteerd wordt, zou het VGM platform in belangrijke mate kunnen bijdragen aan het verminderen van de informatieasymmetrie tussen bestuur en aandeelhouder.
- Opkomst en representativiteit: Doordat de VGM een aantal belangrijke drempels tot deelname aan de AVA wegneemt of verlaagt, zal de opkomst op de vergadering hoogstwaarschijnlijk stijgen. Door de verlaagde drempels voor participatie wordt ook het passieve deel van het aandeelhoudersbestand geprikkeld deel te nemen aan de vergadering wat leidt tot een toename van de representativiteit van de opkomst. Door de VGM zal een hogere opkomst en evenwichtigere representativiteit mogelijk zijn waardoor de waarde en het belang van de AVA vergroot kan worden.
- Ordehandhaving: De VGM biedt de voorzitter van de vergadering uitstekende mogelijkheden om effectief de orde te handhaven. De voorzitter kan een Voter of Debater het spreekrecht ontnemen en bijdragen verwijderen of verplaatsen. Daarnaast biedt de VGM meer mogelijkheden om de vergadering overzichtelijk en aantrekkelijk te houden.
- Cohesie economisch belang en juridische zeggenschap: De VGM brengt geen verandering in (het gebrek aan) samenhang tussen economisch belang en juridische zeggenschap. Hoewel bewijs anekdotisch van aard is zal een eventuele aanpak van empty voting op een andere wijze moeten geschieden dan door de VGM.

De conclusie is dat de VGM voor wat betreft de zeven pijlers voor een goede corporate democracy de fysieke vergadering overtreft.

Daarnaast is uiteengezet welke verschillende aandeelhouders een Nederlandse beursvennootschap kent. Deze aandeelhouders zijn: (i) Beleggers gericht op korte termijn, volatiliteit en inefficiënties, (ii) grote middellange en lange termijn beleggers, (iii) strategische en financiële beleggers, (iv) kleine particuliere beleggers en belangengroepen en (v) publieke aandeelhouders. Elk type aandeelhouder heeft zijn eigen kenmerken: een bepaalde beleggingshorizon, een eigen mate van aandeelhoudersactivisme, een bepaalde mate van maatschappelijke betrokken-

## HOOFDSTUK 11

heid en een eigen set van niet-financiële doelstellingen. Geen enkel type aandeelhouder ondervindt nadeel van een VGM en verschillende typen aandeelhouders hebben zelfs baat bij een VGM. De verschillende obstakels die de VGM wegneemt zal niet voor iedere aandeelhouder van doorslaggevende betekenis zijn voor een actievere opstelling in de aandeelhoudersvergadering. Toch levert het voor nagenoeg alle categorieën winst op.

In hoofdstuk acht is de wet- en regelgeving met betrekking tot de elektronische vergadering in de Amerikaanse staat Delaware onderzocht. In één van 's werelds belangrijkste rechtssystemen is het vanaf 1 juli 2000 mogelijk om de aandeelhoudersvergadering geheel elektronisch te laten verlopen. Delaware is hiermee het eerste rechtstelsel ter wereld dat de VGM mogelijk maakt. Artikel 211a van de Delaware General Corporate Law bepaalt dat *'the board of directors may, in its sole discretion, determine that the meeting shall not be held at any place, but may instead be held solely by means of remote communication'*. De Board of Directors kan dus zelfstandig en zonder tussenkomst of overleg met een ander vennootschapsorgaan besluiten om de vergadering geheel elektronisch te laten plaatsvinden. Aandeelhouders hebben hierover aldus geen zeggenschap. Een aantal vennootschappen heeft de geboden mogelijkheid aangegrepen en kent sindsdien een geheel elektronische vergadering. Gezien het beperkt aantal (kleine) vennootschappen die een VGM organiseren en de wijze waarop deze vennootschappen de VGM hebben vormgegeven, kan geconcludeerd worden dat de virtuele aandeelhouders vergadering in de Verenigde Staten tot op heden geen doorslaand succes is. Het matige enthousiasme voor de online aandeelhoudersvergadering kan volgens deskundigen worden verklaard door de volgende redenen: de matige waarborg van aandeelhoudersrechten, de managerialist tradition, het weinig positieve imago van de geheel elektronische vergadering en koudwatervrees.

In hoofdstuk negen is de Deense wet en regelgeving met betrekking tot de elektronische vergadering bestudeerd. Sinds 2003 is ook in Denemarken de virtuele aandeelhoudersvergadering wettelijk gefaciliteerd. De regelgeving is duidelijk en helder geformuleerd en stuitte op weinig weerstand. Tijdens de parlementaire behandeling was een VGM feitelijk geen issue en waren alle partijen positief tot zeer positief. Aangezien in Denemarken nog geen virtuele aandeelhoudersvergadering heeft plaatsgevonden, blijkt vooralsnog ook in Denemarken de interesse en behoefte beperkt. De oorzaken hiervoor zijn anders dan in Delaware. De belangrijkste verklaringen zijn gevonden in het beperkt aantal buitenlandse aandeelhouders, het bijzonder sterke old-boys-network en koudwatervrees. In de markt, en bij het centraal instituut in het bijzonder, leeft de overtuiging dat nog dit decennium verschillende vennootschappen de AVA virtueel zullen organiseren. Enkele Deense deskundigen verwachten dat binnen vijftwintig jaar bij het merendeel van de Deense beursvennootschappen de AVA uitsluitend virtueel plaats zal vinden.



## SAMENVATTENDE SLOTBESCHOUWING

In hoofdstuk tien wordt voor de gesignaleerde knelpunten en aandachtspunten een aanbeveling voor een voorstel tot wetwijziging geformuleerd. In een aantal gevallen blijkt de wijziging van de huidige wetgeving de enige wijze om een VGM mogelijk te maken. Zo heb ik concrete tekstvoorstellen gedaan voor de regelgeving omtrent de plaats van de vergadering, quorumvereisten, het toepasselijk recht en het risico van een technisch falen. Indien deze tekstvoorstellen tot wet worden verheven, kunnen vennootschappen statutair bepalen dat de aandeelhoudersvergadering geheel elektronisch plaats zal vinden. Om een dergelijke wetwijziging van kracht te laten worden, dient er een Kamermeerderheid en bij voorkeur ook de steun van de betrokken minister aanwezig te zijn. Steun van de betrokken minister lijkt aanwezig te zijn daar de huidige minister van Justitie, Hirsch Ballin, mij in een persoonlijk onderhoud heeft laten weten dat hij de VGM een ‘bijzonder interessant concept’ vindt.

### 11.3 Tot slot

Virtuele aandeelhoudersvergaderingen hebben een enorm potentieel. Is het immers niet merkwaardig dat beleggers wel op digitale wijze een aandeel kunnen kopen maar de daaraan verbonden rechten niet digitaal kunnen uitoefenen? Aangezien de markt zeer gebaat is bij digitalisering is de VGM de volgende logische stap. Door een AVA virtueel te organiseren zijn vennootschappen in staat om een groot deel van de oorzaken van het huidige (dis)functioneren van de AVA weg te nemen. De besparing van kosten en tijd, de verbetering van de corporate democracy en de versterking van de corporate governance, kunnen een enorme stimulans betekenen voor de participatie, representativiteit en een hogere kwaliteit van het debat in de aandeelhoudersvergadering. Door de vergroting van de flexibiliteit van de tijdsbesteding van de aandeelhouder en de hogere kwaliteit van het debat ligt het minder voor de hand om blindelings adviezen van de stemadviseur te volgen. Gezien de karakteristieken van de VGM ben ik ervan overtuigd geraakt dat de VGM de potentie heeft om de toekomst te zijn van de besluitvorming van vennootschappen met wijdverspreid aandeelhoudersbezit.

De VGM is echter geen panacee voor alle problemen rond de AVA. Zo lost de VGM niet het probleem van het empty voting op. Nader onderzoek dient zich dan ook te richten op de vraag in hoeverre dit laatste punt het functioneren van de (virtuele) aandeelhoudersvergadering in de weg staat en welke mogelijke oplossingen hiervoor aan te dragen zijn.



## Summary

### 11.1 Resumé

At the time of the industrial revolution, several companies were established both within and outside the Netherlands. Due to the growth of these and other companies the demand for capital also increased. This capital was provided by banks and by private individuals who had a great deal of knowledge about the activities of the companies in question. Autonomic growth, mergers and acquisitions resulted in a further demand for capital which could be provided by a stock exchange listing. A direct consequence of a listing was diminished contact with the (original) shareholders. Shareholders' participation at the annual general meeting ("AGM") dropped especially after the Second World War to a historical low. Another consequence of a listing was the vulnerability of corporations to hostile takeovers. To reduce this vulnerability, shareholders' rights were limited by certification, administration offices and other protective measures. Only in the 1990s did globalisation, the rise of the professional investor, the geographically widespread share possession and a more liberal approach by corporate law lead to a trend of questioning the former corporate law and common practices. To Anglo-American investors it could no longer be explained that, due to certification, they lacked control rights. This (worldwide) trend and focus on corporate governance resulted in several amendments to corporate law, guidelines and codes. In the Netherlands, the Peeters Commission presented 40 recommendations in 1997. In 2003 the Takaksblat Commission replaced these recommendations with the Dutch Corporate Governance Code. Due to this code and a few amendments to corporate law, the position of shareholders in general was improved. Shareholders obtained the right to agenda points and the right to approve major transactions. However, this improvement did not lead to a well functioning AGM as strived for by corporate law and the code. In chapter 1 four symptoms are therefore identified.

1. The first symptom is absenteeism. The low rate of shareholders' participation at the AGM can be explained by rational apathy and by practical objections relating to visiting AGMs.
2. The second symptom is the defective representation of the shareholders at the AGM. Due to the modest involvement of the other shareholders, activist shareholders like hedge funds are able to exercise more influence on the board than their stake would justify. The low rate of representation negatively influences the functioning of the AGM.

3. The third symptom is the low quality of the debate at the AGM. This is mostly the result of asymmetric information, the large amount of votes which have been cast in advance of the meeting, antagonism and poor organisation.
4. The fourth symptom is the way in which shareholders handle their voting rights. Securities lending creates possibilities for lenders to exercise voting rights without possessing a corresponding economic interest. When voting rights are exercised by the shareholder himself, the advice of voting advisors are frequently ignored and voting rights are used for exercising individual power.

Using modern means of communications, corporations should be able to remove or lower barriers which are an important cause of the current (dis)functioning of the AGM. Modern means of communication allow shareholders to communicate quickly, efficiently and cost-effectively with each other and the Board and to cast their votes. Especially for corporations with (world) widespread stock, modern ways of communication may imply an enormous stimulus to participation and representation at the AGM. Since especially the Virtual General Meeting of Shareholders (“VGM”) seems to have a great deal of potential, the VGM is the subject of further examination in this book.

At a virtual shareholders meeting there is no physical gathering of shareholders, but they will be able to assemble and vote via the internet. Together with the notice of the meeting a person can be sent a personal login code. With this code shareholders can access a heavily secured VGM platform where the AGM will take place. At this platform shareholders can find all relevant AGM information, assembly papers and a discussion forum. At the discussion forum shareholders can take cognizance of the discussion and participate therein by asking questions to the board or by reacting to the contributions of other shareholders. Members of the board can answer questions and react to the input of shareholders. Consequently, a constructive dialogue can originate between all participating parties which can contribute to the understanding of shareholders concerning the proposed decision-making. When shareholders have taken a voting decision, they can cast their votes at a separate part of the platform. All participants within the corporation, wherever they reside, are able to join the assembly at a relatively low cost. Since a VGM may last for several days, it is not required that the shareholders are all in front of their computers at the same time. The VGM has three clear advantages:

1. Savings in costs and time. Shareholders can save travelling time while corporations can save on organisation and location costs. Although establishing and using a VGM platform will be costly, a surplus will remain. It is no longer necessary for shareholders and members of the board to reserve a specific day in their diary. In order to follow and participate in the discussion, they only need to log on to the VGM platform on a regular basis. This will most likely result in time savings, but allows shareholders in any event to use their assembly time more flexibly.

2. The second advantage is an improvement in corporate democracy. Shareholders, wherever they reside, are able to join the meeting at relatively low costs. The thresholds for joining the assembly are lowered which may lead to an increase in the representation and participation of shareholders in the decision-making process. Due to the low costs of information distribution, the supply of information may increase and the information asymmetry will diminish. Moreover, the discussion forum offers shareholders new possibilities to provide each other with information and to unite. Shareholders will not receive additional rights, but will be able to exercise their existing rights in a more informed and balanced way. As a result of the more informed and balanced exercise of rights, the antagonism may diminish and the VGM may be, next to face-to-face contact at investor relation meetings, a platform for constructive dialogue between shareholders and members of the board.
3. The third advantage is an improvement in corporate governance. The consequence of a VGM is an improved corporate democracy which enables AGMs to play the role which the legislator and Code intended them to play. If the AGM will indeed fulfil this role, corporate governance will improve.

## 11.2 Answers to the research questions

In chapter 1 the central research question is formulated as follows:

*What are the legal possibilities, the points of interest and the consequences of a virtual shareholders meeting?*

In order to provide an adequate answer to this research question, several sub-questions are dealt with in the various chapters.

First of all, the corporate law aspects of the VGM are investigated. A clear overview of the legislation and market practices regarding shareholders' rights will be gained. To the AGM corporate law allocates, on a mandatory basis, important powers like changing the articles of association and dissolving the corporation. Depending on the articles of association and whether a corporation is a so-called two-tier board company or not, some extra powers can be added to the AGM. These powers can be exercised at a meeting which must be held at least once a year. Members of the board have the right to give advice at the AGM. Board members are obliged to provide all information requested by the AGM, unless this is opposed by a ponderous interest of the corporation. Every shareholder has in principle the right to speak and to vote at the AGM. Also holders of certificates released with the co-operation of the corporation have the right to attend the meeting and address those present. Holders of certificates in listed corporations have in principle the right to receive a mandate to exercise the voting rights themselves.

## CHAPTER 11

Some points of interest are highlighted in chapter two. The first is article 2:116 Civil Code, which determines that an AGM must take place in the Netherlands. Any doubts regarding the meaning of this article were eliminated by the view of the former Minister of Justice that an AGM must be physically held. If the articles of association require a quorum a second point of interest arises in article 2:120 CC. Considering the fact that a VGM may last for a few days, the required quorum will not be present at the same moment. In order to be able to take decisions that require a quorum, it is necessary to explain the phrase ‘represented at the meeting’ as ‘at some moment represented at the meeting’.

The central issues in chapter three are securities law aspects of the AGM. The differences between bearer shares and share in one’s name and the process of dematerialisation are discussed. Through the use of three different methods of administration the moment when shares are transferred may differ. The time of transfer is important to determine who qualifies as a shareholder. This determination may occur either based on the deposited share or through a record date. Since the Dutch legislator keeps the deposited share as a possibility, our country is seen as a blocking country by corporate governance service providers. Only if a record date will become the obligatory system and all elements in the securities system shift to non-blocking will the Netherlands lose its reputation as a blocking country. Considering the limited implications and the expected increased attendance at the AGM, I advocate an obligatory record date of a minimum of 30 days preceding the AGM. Another securities law point of interest is the determination of an entitlement to vote based on the Securities Giro Act. The identification of shareholders, which is necessary for any meeting, occurs fairly simply, but not efficiently, in the national setting. This identification could take place more efficiently if it would be automated and standardized. If all required shareholders’ data could become comprehensible via a central point, this will increase the possibilities for establishing and maintaining constructive dialogue between the corporation and its shareholders.

In chapter four the practical and legal obstacles to cross-border voting are examined. The Securities Giro Act leads in the case of a chain of intermediaries, omnibus accounts and cross-border shareholding to the selection of a party entitled to vote who is different from than the ultimate beneficiary. This is an important threshold for the cross-border exercise of voting rights. This problem exists separately from the VGM. On the other hand, corporations that are, considering their characteristics, expected to profit the most from a VGM, also experience the most problems with the cross-border voting. Although the VGM offers a nice operational solution for most of the current problems of the AGM, it does not solve the infrastructural problem of cross-border voting. In order to utilise the VGM’s possibility to increase participation, it is crucial that a clear global or European regulation enters into force.

In this chapter the applicable law to the physical and virtual AGM is investigated as well. The law which is applicable to the physical AGM also applies

to the virtual AGM. The law of incorporation controls the shareholders' rights and duties towards the corporation. Moreover the law of incorporation provides rules concerning joining and addressing the assembly and casting the votes. The where-and-when of a AGM, the way the meeting is summoned and how decisions are validly made are determined by the law of the incorporation.

The main question addressed in chapter five is whether it is technically possible to establish a VGM platform. To answer this question I requested several highly classified ICT companies to make an offer and thereby to take into account safety, user-friendliness and possibilities to handle peak capacity. Several ICT companies declared that establishing such a platform is indeed possible. In this chapter we also examined a number of technical matters of the VGM like user accounts, the protection of information and the VGM platform itself. Although information technology provides many solutions, the protection of information is and remains a balance between threats and the budget. Technology is just half of the security solution. The other half is formed by users, the organisation, the procedures and culture. I have delved more thoroughly into the question of who bears the risk for a failure in electronic communication. I have advocated that when a corporation complies with the 'state of the art' duty of care, the risk of a failure in electronic communication will be borne by the shareholder. Reasonability will function as a hardship clause in this case. If a corporation does not comply with its duty of care, this may under certain circumstances result in liability and the annulment of decisions taken at the VGM.

In chapter six I have conducted a cost-benefit analysis to finally signal the economic feasibility of the VGM. The costs of a physical AGM have been compared with those of a virtual one. The physical AGM appears to be nearly twice as costly as the virtual AGM. Listed corporations are able to realise a considerable cost-saving. The main question – whether a VGM is economically feasible – is thereby answered in the affirmative. Whereas the costs of a (physical or virtual) AGM can be calculated, the determination of the benefits are a more serious challenge. The main products of an AGM are accountability, mutual consideration and decision making. These products remain the same at a virtual meeting. Therefore I have examined more thoroughly the extra benefits of a VGM in addition to the benefits offered by a physical AGM. On the shareholders' side the following extra benefits can be identified: savings on travelling time and travel expenses, a saving, or at least a more flexible utilization of time and lowered transaction costs for gathering and processing information. In order to map out the extra benefits for the corporation, to examine whether a VGM leads to better results for the corporation, I have looked at the following intermediate stages. The first stage is whether the VGM leads to an increased participation of shareholders. The second stage is whether an increased participation results in better corporate governance, while the third stage is whether better corporate governance leads to better (financial) results for the corporation. Water-tight evidence for a positive relation between the VGM and better results is not

available. However, via the intermediate stages it has become plausible that better results for the corporation are an extra benefit of the VGM.

Chapter seven mainly deals with the question of what impact the VGM has on corporate democracy. Seven pillars can be identified for good corporate democracy. The question of what impact the VGM will have on corporate democracy will be answered on the basis of these seven pillars.

- The right of initiative: The VGM does not change the right to set the agenda and the right to call the AGM. At a physical AGM shareholders are able to discuss in public or in private the joint exercise of the right to request that certain topics be placed on the agenda for the next meeting. Shareholders have the same opportunities at a VGM. They can discuss at the discussion forum and send each other private messages.
- The right to speak: The right to speak means that shareholders can address the board and the co-shareholders. Consultation between the board and the shareholders can be necessary for a well determined and supported decision. At a VGM, it is likely that shareholders are less often absent or are present via a mandate in comparison with a physical AGM. Consequently the dialogue among shareholders and between shareholders and the board can have increased importance.
- The right to vote: The VGM can strongly add to a simple, time-efficient and economical way of voting. An important advantage is the fact that VGMs can last longer than the current physical AGMs which enables geographically widespread shareholders to base their voting decision on the dialogue. Nevertheless, for widespread shareholders it remains essential that a European or preferably global regulation enters into force.
- The right to information: Via the VGM platform shareholders are able to read all the relevant information, to pose questions to the board and to indicate (extra) information for shareholders. Provided that all information is conveniently presented, the VGM may contribute to reduce the information asymmetry between the board and the shareholders.
- Attendance and representation: Since the VGM may remove or reduce a number of important thresholds, attendance is likely to increase. Consequently, as a result of the reduced thresholds, the currently passive shareholders may join the meeting as well which will lead to increased representation and an increase in the importance of the meeting.
- Maintaining order: The VGM provides the chairman of the meeting with an excellent means for effectively maintaining order. The chairman can refuse to allow a voter to speak and disregard his contributions. Moreover, the VGM offers new ways of keeping the meeting lucid and to a certain extent entertaining.
- Cohesion between economic interests and legal control: The VGM does not change the (lack of) cohesion between economic interests and legal control. Although evidence of empty voting is largely anecdotal, any possible action to counteract empty voting should be based on a method other than the VGM.



The conclusion is that the VGM concerning the seven pillars of corporate democracy exceeds the physical AGM. Next to this, I have described the different types of shareholders which are recognised by a Dutch listed corporation. These types are: (i) investors concentrating on short-term volatile situations and inefficiencies, (ii) large mid-term and long-term investors, (iii) strategic and financial investors, (iv) small individual investors and special interest groups and (v) public shareholders. Every type has its own characteristics: a certain investment horizon, a certain level of activity, a certain level of social involvement and one's own set of non-financial goals. The VGM does not disadvantage any of these types of shareholders while several types do benefit from a VGM. Although the VGM's removal or reduction of obstacles will not be decisive for every shareholder to become more involved in the decision-making process, most shareholders gain from the VGM.

In chapter eight the regulation regarding the electronic meeting in the U.S. state of Delaware is examined. In one of the world's most important judicial systems since 1<sup>st</sup> July 2000 it has been possible to hold an AGM entirely electronically. Delaware is the world's first judicial system to allow this. Section 211a of the Delaware General Corporate Law dictates that '*the board of directors may, in its sole discretion, determine that the meeting shall not be held at any place, but may instead be held solely by means of remote communication*'. The Board of directors may independently, and without intervention, consult with other corporate organs and decide to hold the next meeting entirely electronically. Shareholders have no say in this matter. A few corporations have seized this opportunity. However, considering the small amount of corporations and their relatively small size, it has so far not been a resounding success. The low enthusiasm can be explained, according to several experts, by the following reasons: shareholders' rights are not sufficiently safeguarded, the managerial tradition, the negative image of the entirely electronic meeting and cold feet.

The Danish regulation concerning the electronic meeting is discussed in chapter nine. Since 2003 Danish corporate law has contained the VGM. The regulation is clearly formulated and there was no resistance from Parliament. Nevertheless, to date, no entirely electronic AGMs have been held, from which it may be concluded that the interest and demand in Denmark are limited. The explanation differs from Delaware. The main causes can be found in the limited number of foreign shareholders, the extraordinary strong 'old-boys' network and cold feet. The market, and in particular the Danish central securities depository, look expectantly that during this decade several Danish corporations will organize a VGM. Some Danish experts expect that within twenty-five years the greater part of Danish listed corporations will hold their AGM exclusively virtually.

In chapter ten, I have formulated a proposal to amend the current corporate law. For some points of interest, a change to the regulations appears to be the only way of making the VGM possible. I propose concrete textual suggestions regarding

## CHAPTER 11

the place of the meeting, the quorum demands, the applicable law and the risk of a technical failure. Provided that these textual suggestions are adopted in Dutch corporate law, corporations can lay down in their articles of association that an AGM will take place entirely electronically. To achieve these amendments the support of parliament and preferably of the Minister of Justice are essential. The latter seems to be presenting place since the current Minister of Justice has personally declared to me that he considers the VGM to be an extremely interesting concept.

### 11.3 In conclusion

Virtual shareholders' meetings have an enormous potential. Is it not remarkable that investors are able to buy shares online, but are not able to exercise the rights resulting from the shares online? Since the market has gained from digitalization, the VGM would be a logical next step. By organizing a VGM, corporations are able to remove the greater part of the causes of the current (dis)functioning of the AGM. A saving in costs and time, improving corporate democracy and reinforcing corporate governance can result in an enormous stimulus to participation, representation and a higher quality of the debate at the meeting. As a result of the increased time flexibility and the higher quality of the debate, blindly following the advice of a voting advisor is less likely to occur. Considering the characteristics of the VGM, I am convinced that the VGM has the potential to become the future of the corporate decision-making process of listed corporations with widespread shareholders.

The VGM is not a panacea for all problems concerning the AGM. The VGM cannot rectify the problem of empty voting. Further research needs to be undertaken in order to answer the question of to what extent empty voting frustrates the good functioning of a (virtual) AGM and which solutions are needed to combat these frustrations.

## Lijst van geraadpleegde literatuur

### Abma 2006

R. Abma, Het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006: feiten en trends, Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur, 2006-5, p. 169-177.

### Abma 2007

R. Abma, Het Stemproces van de institutionele beleggers, in: Achter de schermen van beurs-aandeelhouders, Preadvies voor de Vereniging Handelsrecht, Deventer: Kluwer 2007.

### American Bar Association 2000

American Bar Association, Handbook for the Conduct of Shareholders' Meetings, Corporate Governance Committee, Section of Business Law, maart 2000.

### American Law Institute 1994

American Law Institute (ALI), Principles of Corporate Governance, volume 1 & 2, Minneapolis: St Paul's, 1994.

### Asser/Van der Grinten/Kortmann 2004

S.C.J.J. Kortmann, Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Vertegenwoordiging en rechtspersoon De vertegenwoordiging (2-I), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 2004.

### Asser/Maeijer 1997

J.M.M. Maeijer, Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Vertegenwoordiging en rechtspersoon, De rechtspersoon (2-II), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1997.

### Asser/Maeijer 2000

J.M.M. Maeijer, Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Vertegenwoordiging en rechtspersoon, De naamloze en de besloten vennootschap (2-III), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 2000.

### Autoriteit Financiële Markten 2005

Rapport Autoriteit Financiële Markten, Hedge funds: an exploratory study of conduct-related issues, Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten 2005, p. 26.

### Bainbridge 2004

Stephen M. Bainbridge, Does the SEC know When Enough is Enough?, Tech Central Station, 8 januari 2004, <<http://www.techcentralstation.com/010804B.html>>.

### Bainbridge 2006

Stephen M. Bainbridge, The Case for Limited Shareholder Voting Rights UCLA School of Law, Law & Economics Research Paper 2006, <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>.

### Ballantine 1942

Henry W. Ballantine, Voting Trusts, Their Abuses and Regulation, Texas Law Review, 1942-139.

### Bannan 2001

Karen J. Bannan, Virtual Meetings: Thanks for not coming, CFO, 17 September 2001, <[www.cfo.com/article.cfm/3000929/c\\_2984294/?f=archives](http://www.cfo.com/article.cfm/3000929/c_2984294/?f=archives)>.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

Bar-Gill/Barzuza/Bebchuk 2006

Oren Bar-Gill, Michal Barzuza en Lucian Arye Bebchuk, The Market for Corporate Law, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 2006, p. 134-172.

Barkhuysen en Emmerik 2005

T. Barkhuysen en M.L. van Emmerik, De eigendomsbescherming van artikel 1 van het Eerste Protocol bij het EVRM en het Nederlandse burgerlijk recht: het Straatsburgse perspectief, *Preadvies Burgerlijk Recht*, Deventer: Kluwer 2005, p. 1-102.

Bartman/Dorresteijn 2003

S.M. Bartman en A.F.M. Dorresteijn, *Van het concern*, 5<sup>e</sup> druk, Deventer: Kluwer 2003.

Bebchuk 2003

Lucian Arye Bebchuk, The Case for Shareholder Access To The Ballot, *The Business Lawyer* 2003 nr. 59, p. 43-66.

Bebchuk 2003

Lucian A. Bebchuk (red.), "Symposium on Corporate Elections", Olin Center for Law, Economics, and Business, Harvard Law School, Discussion Paper nr. 448 2003, p. 84.

Bebchuk 2004

Lucian A. Bebchuk, Designing a Shareholder Access Rule, *Corporate Advisor Governance*, 2004, p. 28-32.

Bebchuk 2005

Bebchuk, The Case for Increasing Shareholder Power, *Harvard Law Review* 2005, p. 836-913.

Bebchuk 2006

Lucian A. Bebchuk, Letting Shareholders Set the Rules, *Harvard Law Review* 2006, p. 1784-1813.

Bebchuk/Coates/Subramanian 2002

Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates en Guhan Subramanian, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy, National Bureau of Economic Research Working Paper, mei 2002, p. 23, <<http://ssrn.com/abstract=314645>>.

Van Beek 2002

B.M. van Beek, Clearing van transacties op Euronext Amsterdam, in: *Een bewezen bestaansrecht*, Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 2002.

Van Beek/Van Bruggen 2002

B.M. van Beek en D. van Bruggen, De afwikkeling van grensoverschrijdende effectentransacties, Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, nr. 70, Deventer: Kluwer 2002.

Bell 2000

Blake A. Bell, A Summary and Analysis of the SEC's April 28, 2000 Interpretive Release Entitled "Use of Electronic Media". <[http://www.cybersecuritieslaw.com/oldsite/article\\_analysis\\_of\\_sec\\_release.htm](http://www.cybersecuritieslaw.com/oldsite/article_analysis_of_sec_release.htm)>.

Bennedsen/Fosgerau/ Nielsen 2003

Morten Bennedsen, Mogens Fosgerau en Kasper Nielsen, The strategic choice of control allocation and ownership distribution in closely held corporations, Revised Working paper, juni 2003, <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>.

Van den Bergh 1999

R.J. van den Bergh, *Averechts recht (oratie Rotterdam)*, Groningen: Intersentia 1999.

Berkvens/Prins 2002

J.M.A. Berkvens, J.E.J. Prins, Privacy en elektronische handel in R.E. van Esch en J.E.J. Prins (red.), *Recht en elektronische handel*, Deventer: Kluwer 2002, p. 319-351.

Berle/Means 1932

Adolf A. Berle en Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Chapter I and VI, New York: Harcourt, Brace & World 1932.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Berliri 2003  
M. Berliri, Jurisdiction and the Internet, and European regulation 44 of 2001, in D. Campbell and S. Woodley (red.), E-commerce Law and Jurisdiction, Den Haag: Kluwer Law International 2003, p. 1-12.
- Birnhak 2003  
Daniel Adam Birnhak, Online shareholder meetings: corporate law anomalies or the future of governance?, Rutgers Computer & Technology Law Journal 2003.
- Black 1998  
Bernard S. Black, Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States, in Peter Newman, The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law 1998.
- Bloembergen 2006  
A.R. Bloembergen, Rechtshandeling en overeenkomst, p. 97-136, Deventer: Kluwer 2006.
- Blok 2005  
R.H. Blok, Overeenkomsten inzake informatietechnologie, Serie ICT en Recht, Den Haag: Sdu 2005.
- Blom 1998  
M.A. Blom, Dematerialisatie van effecten en ontwikkelingen rond de Wge, Onderneming en Effecten 1998, p.191-195.
- Den Boogert 2003  
M.W. den Boogert, Corporate governance in stroomversnelling, Ondernemingsrecht 2003, p. 406-413.
- Den Boogert 2005  
M.W. den Boogert, De vergeten band tussen raad van commissarissen en algemene vergadering; de Januskop van de commissaris, Ondernemingsrecht 2005-8, p. 252-257.
- Den Boogert 2006  
M.W. den Boogert, De vervagende functie van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, Eumedion voordracht, 15 maart 2006.
- Den Boogert 2007  
M.W. den Boogert, Hoe nu verder met de aandeelhoudersvergadering? in: De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 57, Deventer: Kluwer 2007, p. 139-153.
- Boros 2001  
Elizabeth Boros, Corporations Online, Company and Securities Law Journal, November 2001, p. 492-505.
- Boros 2003  
Elizabeth Boros, Corporate Governance in Cyberspace: Who Stands to Gain What from the Virtual Meeting?, Journal of Corporate Law Studies 2003, p. 150-155.
- Borrius 2006  
Y. Borrius, Onrechtmatige daad vennootschap of bestuurder jegens aandeelhouders vanwege misleidende mededelingen, p. 10-15, <[www.hocker.nl](http://www.hocker.nl)>.
- Boschma 1997  
H.E. Boschma, De eenpersoons-BV, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 28, Deventer: Kluwer 1997, p. 57.
- Bottomley 2003  
Stephen Bottomley: The Role of Shareholders' Meetings in Improving Corporate Governance, 2003, Centre for Commercial Law, Faculty of Law, The Australian National University, <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>.
- Bovens/Van Boxtel/ Loos 2002  
Mark Bovens, Roger van Boxtel, Eugène Loos, Pauline Poland (red.), Renovatie van de rechtsstaat, vijf casus over de invloed van ICT op democratie en recht, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2002.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Bökkerink/Zevenbergen 2008  
I. Bökkerink en B. Zevenbergen, Roep om regels stembureaus; supercommissaris Jan Hommen eist transparantie stemadviseurs via eigen code, *Financieel Dagblad*, 9 mei 2008, p. 1.
- Van den Braak 2006  
S.M. van den Braak, Vestigingsvrijheid en misbruik van de (buitenlandse) vennootschap, *Ondernemingsrecht*, 2006-5, p. 174-181.
- Brink 2002  
M. Brink, De Korenschoof revisited, in: *Met een zekere stijl, gedenkbundel ter ere van J. Voûte*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2002, p. 113.
- Brockhoff 2005  
Klaus Brockhoff, Technologie, Innovation und Corporate Governance, *JfB*, 2005, nr. 55, p. 177-207.
- Bröcker/Schouler 2002  
Norbert Bröcker en Oliver Schouler, Bereit für die Online-Hauptversammlung? Satzungsgestaltungen zur Nutzung elektronischer Medien bei der Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungen, in: *Zetzsche (red.), Die virtuelle Hauptversammlung*, Berlin 2002, p. 75-98.
- Brown 2007  
Millward Brown, Ontwikkelingen op de markt van particuliere beleggers in Nederland 1999-2007, in: *Reed Business Media Amsterdam, Particuliere belegger 2007*.
- Van Bruggen 2000  
D. van Bruggen, Gedematerialiseerde effecten in de Wet giraal effectenverkeer, *Tijdschrift voor Effectenrecht* 2000-9, p. 182-185.
- Bruner 2006  
Christopher M. Bruner, Good Faith, State of Mind and the Outer Boundaries of Director Liability in Corporate Law, *Wake Forest Law Review* 2006-4, p. 1131-1189.
- Buijn 2002  
F.K. Buijn, De inrichting van statuten van vennootschappen, *Ondernemingsrecht* 2002-9, p. 264-268.
- Buijn/Storm 1998  
P. Sanders en W. Westbroek, BV en NV, bewerkt door F.K. Buijn en P.M. Storm, Serie recht en praktijk, deel 23, Deventer: Kluwer 1998.
- Buijs 1995  
D.C. Buijs, Stemrechtloze aandelen, in: P. van Schilfgaarde e.a., *Knelpunten in de vennootschapswetgeving*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 24, Deventer: Kluwer 1995, p. 53-61.
- Burnstein 1998  
Matthew Burnstein, A Global Network in a Compartmentalised Legal Environment, in: Katherina Boele-Woelki en Catherine Kessedjian (red.) *Internet: Which Court Decides? Which Law Applies?*, Kluwer Law International 1998.
- Camara 2004  
K.A.D. Camara, Shareholder Voting and the Bundling Problem in Corporate Law, *Wisconsin Law Review* 2004, p. 1425-1495.
- Cary 1974  
William L. Cary, Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware, *Yale Law Journal* 1974, p. 663 e.v.
- CBS 2003  
CBS, *De Nederlandse economie 2003*, Den Haag: CBS, p. 134-136 en p. 238.
- Chahine 2004  
Salim Chahine, Corporate Governance and Firm Value for Small and Medium Sized IPOs, *Financial Markets and Portfolio Management* 2004, nr. 2, p. 143-159, <www.ssrn.com>.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Chakravarty/Hodgkinson 2001  
S.P. Chakravarty en L. Hodgkinson, Corporate Governance and Shareholder Franchise, Journal of Management and Governance 2001, nr. 5, p. 83-97.
- Cheswick/Bellovin/ Rubin 2003  
William R. Cheswick, Steven M. Bellovin en Aviel D. Rubin, Firewalls And Internet Security, Addison Wesley Publishing Company 2003.
- Christensen/Andersen/Hansen 2000  
J. Schans Christensen, Lynge L. Andersen en Jesper Lau Hansen, Fakta Selskaber, Chapter on Public Limited Companies Capital, Thomson 2000.
- Christensen/Haisler/Wivel/Rohde/Hansen 2004  
Jan Schans Christensen (red.), Peter Haisler, Teddy Wivel, Lars Rohde en Jesper Lau Hansen: God selskabsledelse - dansk corporate governance set i sammenhæng, Thomson 2004.
- Clark 2005  
Robert Charles Clark, Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale to Policymakers Too, Harvard Law School working papers, 9/2005.
- Coffee 1999  
John C. Coffee, Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure, Journal of Corporate Law 1999, nr. 25.1, p. 32.
- Commissie Peters 1997  
Commissie Peters, Corporate Governance in Nederland; De Veertig Aanbevelingen 1997, <[www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl)>.
- Communicatiekanaal Aandeelhouders 2004  
Communicatiekanaal Aandeelhouders, Het Communicatiekanaal Aandeelhouders 2004, <[www.communicatiekanaal.nl](http://www.communicatiekanaal.nl)>.
- The Conglomerate Bloggers 2008  
The Conglomerate Bloggers, Virtual Shareholder Meetings: Benefit or Burden, Conglomerate Blog, Business, Law, Economics and Society, 20 februari 2008, <<http://www.theconglomerate.org>>.
- Consultatiedocument corporate governance 2008  
Consultatiedocument tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007, 3 januari 2008, <[www.minfin.nl](http://www.minfin.nl)>.
- Consultatiedocument moderne communicatiemiddelen 2004  
Consultatiedocument Moderne Communicatiemiddelen en de algemene vergadering van aandeelhouders, 2004, Begin 2004 gepubliceerd op de website van het Ministerie van Justitie, <[www.justitie.nl](http://www.justitie.nl)>.
- Consultatiedocument Shareholders' Rights I 2004  
Europese Commissie, Fostering an appropriate regime for shareholder's rights, Consultation document of the Services of the Internal Market General, 16 september 2004, <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/shareholders/indexa\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexa_en.htm)>.
- Consultatiedocument Shareholders' Rights II, 2005  
Europese Commissie, Fostering an appropriate regime for shareholder's rights, Consultation document of the Services of the Internal Market General, 13 mei 2005, <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/shareholders/indexa\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexa_en.htm)>.
- Consultatiedocument Shareholders' Rights III, 2007  
Europese Commissie, Fostering an appropriate regime for shareholder's rights, Consultation document of the Services of the Internal Market General, 30 april 2007, <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/shareholders/indexa\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexa_en.htm)>.
- Cook 1999  
Jacqueline Cook, Information and Communication Technology: The Internet and Company Law, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, paragraaf 4.6, juli 1999.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

Cools/Abma/Joosen 2007

Cools, Abma en Joosen, Machtige Amerikaanse aandeelhouder is mythe, *De Accountant*, juni 2007, p. 42-45.

Cordella 2001

A. Cordella, Does Information Technology Always Lead to Lower Transaction Costs?, *The 9th European Conference on Information Systems*, Bled, Slovenië, 27-29 juni 2001, p. 854-864. <www.ssrn.com>.

Cordella/Simon 1997

Antonio Cordella en Kai A. Simon, The Impact of Information Technology on Transaction and Coordination Cost, *Victoria Institute, Göteborg, Zweden, Conference on Information Systems Research in Scandinavia*, Oslo, Norway, 9-12 augustus 1997, p. 1-13, <www.ssrn.com>.

Coval en Moskowitz 1999

J.D. Coval en T.J. Moskowitz, Home bias at home: Local preferences in domestic portfolios, *Journal of Finance* 1999, p. 2045-2073.

Cox/Hazen 2003

James D. Cox en Thomas Lee Hazen, *Corporations*, New York: Aspen Publishers 2003.

Cuijpers 2003

Colette Cuijpers, Het College Bescherming Persoonsgegevens, in: *Privacy Concerns: het delen van persoonsgegevens bij fusies, overnames en binnen concerns*, Nederlandse Vereniging voor Informatietechnologie en Recht, Den Haag: Elsevier Juridisch 2003.

Diacon/ O'Sullivan 1995

Stephen R. Diacon en Noel O'Sullivan, Does Corporate Governance Influence Performance? Some Evidence from U.K. Insurance Companies, *International Review of Law and Economics* 1995, nr. 15, p. 405-424.

Dijk/ Van der Ploeg 2002

Dijk- Van der Ploeg, Van de vereniging en stichting, coöperatie en onderlinge waarborgmaatschappij 2002, p. 80.

Van Dijk 2001a

Van Dijk, Wijzigingen van de Wet giraal effectenverkeer, *Ondernemingsrecht* 2001-6, p. 146-153.

Van Dijk 2001b

J.M. van Dijk, Giraliseren bij uitgifte van effecten op naam, *Ondernemingsrecht* 2001-11, p. 336-338.

Dings 1998

H.M.L. Dings, De commissie van aandeelhouders bij structuurvennootschappen (diss. Nijmegen), *Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut*, deel 60, Deventer: Kluwer 1998, p. 63-132.

DNB 2006

De Nederlandsche Bank, De beleggingsportefeuille van de Nederlandse particulier, *Statistisch Bulletin*, juni 2006, p. 21-26.

Dorresteyn 2000

A.F.M. Dorresteyn, Stemmen op afstand en de elektronische snelweg, *WPNR* 2000/6385, p. 17-18.

Dortmond 1996

P.J. Dortmond, De adviserende stem van bestuurders en commissarissen bij een besluit buiten vergadering, *NV* 1996, p. 27-29.

Dortmond 2000

P.J. Dortmond, Stemovereenkomsten rondom de eeuwwisseling (oratie Leiden), Deventer: Kluwer 2000.

Dortmond 2003

P.J. Dortmond, Extra verplichtingen voor aandeelhouders, *Ondernemingsrecht* 2003-9, p. 333-336.



## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Drijber 2001**  
B.J. Drijber, De richtlijn elektronische handel op de snijtafel, SEW 2001/4, p. 122-138.
- Dumoulin 1999**  
S.H.M.A. Dumoulin, Besluitvorming in rechtspersonen (diss. Groningen), Serie Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 31, Deventer: Kluwer 1999.
- Eisma 1998**  
S.E. Eisma, Record dates, WPNR 1998/6326, p. 551-552.
- Van der Elst 2003**  
C. van der Elst, The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?, in: Capital Markets and Company Law, Oxford 2003, p. 23.
- Engelfried 2008**  
Arnold Engelfried: Forumsites: wie is aansprakelijk voor de inhoud? Weblog, 25 februari 2008, <www.sync.nl>.
- Van Esch 1999**  
R.E. van Esch, Electronic Data Interchange en het Vermogensrecht, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999.
- Van Esch 2001a**  
R.E. van Esch, Recente ontwikkelingen in het vermogensrecht op het terrein van de elektronische handel, WPNR 2001/6443, p. 373-381.
- Van Esch 2001b**  
R.E. van Esch, 'De elektronische wissel en de elektronische cheque', in: Afscheid van papier, handelsrecht en moderne technologie (preadvies van de Vereniging Handelsrecht), Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2001.
- Van Esch 2001c**  
R.E. van Esch, 'Elektronische handel', in: H. Franken, H.W.K. Kaspersen en A.H. de Wild (red.), Recht en computer, Deventer: Kluwer 2001.
- Van Esch 2003**  
R.E. van Esch, Electronic signatures: a survey of the directives and the legislation in the United Kingdom and the Netherlands, in: H. Snijders en S. Weatherill (red.), E-Commerce Law, National and transnational Topics and Perspectives, Den Haag: Kluwer 2003, p. 27-57.
- Eumedion**  
Eumedion, Handboek corporate governance 2008, <www.eumedion.nl>.
- Euroclear Nederland 2008**  
Euroclear Nederland, Connecting issuers and shareholders - a vision for the Dutch market, Amsterdam: Euroclear 2008.
- Euronext 2003**  
Euronext brochure, Share ownership structure in four Euronext countries (Belgium, France, The Netherlands and Portugal) 1998 – 2003, Amsterdam: Euronext 2003.
- Expertgroep BV-recht 2004**  
Expertgroep BV-recht, Vereenvoudiging en Flexibilisering van het Nederlandse BV-recht, Rapport van de expertgroep ingesteld door de Minister van Justitie en de Staatssecretaris van Economische Zaken, Den Haag, 6 mei 2004.
- The Expert Group on Cross-Border Voting in Europe 2002**  
The Expert Group on Cross-Border Voting in Europe, Cross-border voting in Europe, Den Haag: Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum, juni 2002.
- Fairlamb 2001**  
David Fairlamb, Slugfest over Europe's Stock Exchanges, Business Week, November 19, 2001, p. 26.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Feitsma/Van Leeuwen/Moelker/De Jong 2001  
E.F. Feitsma, V.N.G. van Leeuwen, L.A.G. Moelker, W. de Jong, Effectenverkeer via internet, een tussenstand vanuit effectenrechtelijk perspectief, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 66, Deventer: Kluwer 2001.
- Felsenfeld/Bilali 2005  
Carl Felsenfeld en Genci Bilali, A Speculation on the Future of the Bank for International Settlements, *The Transnational Lawyer* 2005, p. 229-241.
- FESE 2007  
FESE, Shareownership structure in Europe, februari 2007, p. 9 e.v. <www.fese.eu>.
- Fischel 1982  
Daniel R. Fischel, The "Race to the Bottom" Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware Corporation Law, *Nw. Law Review* 1982-76, p. 913 e.v.
- Fleischhauer 2002  
Jens Fleischhauer, Der Notar in der virtuellen Hauptversammlung, in: Zetzsche (red.), *Die virtuelle Hauptversammlung*, Berlin 2002, p. 165-178.
- Forgrieve 2002  
Janet Forgrieve, Ciber to Hold Virtual Shareholder Meeting; Greenwood Village Company Looks to Cyberspace to Draw Interest in Meeting, *Rocky Mountains News*, 5 april 2002, p. 5B.
- Franken/Kaspersen 2004  
H. Franken en H.W.K. Kaspersen, Strafrecht en opsporing in computernetwerken, in *Recht en Computer*, deel 36 in de *Recht en Praktijk*-serie, Deventer: Kluwer 2004, p. 385-454.
- Frentrop 2002  
P.M.L. Frentrop, *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC*, Amsterdam: Prometheus, Amsterdam 2002.
- Fuhrmann/Göckeler/ Erkens 2002  
Lambertus Fuhrmann, Stephan Göckeler, Michael Erkens, *Die virtuelle `Hauptversammlung in der Beratungspraxis – Risiken und Chancen*, in: Zetzsche (red.), *Die virtuelle Hauptversammlung*, Berlin 2002, p. 99-122.
- Gepken-Jager 2001  
E.E.G. Gepken-Jager, *Bestuurszelfstandigheid*, Dossier, nr. 48, 2001, p. 13 t/m 19.
- Van Ginneken 1998  
M.J. van Ginneken, Proxy solicitation voor en door aandeelhouders, *NV* 76, februari 1998, p. 134-141.
- Van Ginneken 1999  
M.J. van Ginneken, De registratiedatum in Nederland, *Ondernemingsrecht* 1999-15, p. 404-410.
- Van Ginneken 2004  
M.J. van Ginneken, De Sarbanes-Oxley Act of 2002: het Amerikaanse antwoord op Enron, deel I, *Ondernemingsrecht* 2003-3, p. 63-70 en deel II, *Ondernemingsrecht* 2004-5, p. 150-157.
- Gilson 2001  
Ronald J. Gilson, Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function, *The American Journal of Comparative Law* 2001-2, p. 329-357.
- The Giovannini Group 2003  
The Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Brussels, April 2003.
- Goforth 1994  
C. Goforth, Proxy reforms as a means of increasing shareholders participation in corporate governance: Too Little but not too late, *American University Law Review* 1994-379, p. 401.
- Van der Grinten 1992  
Van der Heijden/Van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

### Grundfest 2003

Joseph A. Grundfest, Advice and Consent: An Alternative Mechanism for Shareholder Participation in the Nomination and Election of Corporate Directors, Stanford Law and Economics Olin Working Paper, november 2003, p. 9.

### Grundmann-van de Krol 2008

C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Bju 2008.

### Haentjens 2006

M. Haentjens, The Law Applicable to Indirectly Held Securities, Allen & Overy Onderzoeksreeks, Den Haag: Sdu 2006.

### Haentjens 2007

M. Haentjens, Harmonisation of securities law (diss. Amsterdam: UvA), Kluwer Law International 2007.

### Haentjens/Keijser 2008

M. Haentjens en T.R.M.O. Keijser, Internationale ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht, Ondernemingsrecht 2008-3, p. 114- 119.

### Haisler 2003

Peter Haisler, Codes of Conduct as a Means of Regulation: Point of Departure in the Danish Corporate Governance Debate, The regulations of Companies 2003, p.143-165.

### Hansen 2003a

Jesper Lau Hansen, Nordic Company Law- the Regulation of Public Companies in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden, Copenhagen: DJØF Publishing 2003.

### Hansen 2003b

Jesper Lau Hansen (ed.), Nordic Financial Market Law, the regulation of the financial markets in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden, Copenhagen: DJØF Publishing 2003.

### Hansen 2003c

Jesper Lau Hansen, The Listed Companies and the Electronic Communication, page 3, Copenhagen Stock Exchange, Focus 62, 9 september 2003.

### Hansen 2005

Jesper Lau Hansen, Hvem kan overvære en generalforsamling?, UfR Online, U.2005B.113

### Hansen 2006

Jesper Lau Hansen, Catching up with the crowd — but going where? The new codes on corporate governance in the Nordic countries, International Journal of Disclosure and Governance, Palgrave Macmillan, september 2006, p. 213-232.

### HedgeFundResearch 2008

HedgeFundResearch, HFR Global Hedge Fund Industry Report Q1 2008, p. 8, <[www.hedgefundresearch.com](http://www.hedgefundresearch.com)>.

### Hekesen 2002

A.M. Hekesen, Contracteren op basis van de Wet elektronische handel, Ondernemingsrecht 2002-9.

### Hendrikse 2006

A.M.C. Hendrikse, Clearing, de onbekende schakel in het effectenrecht, Ondernemingsrecht 2006-13, p. 470-474.

### High Level Group of Company Law Experts 2002

Final Report of the High Level Group of Company Law Experts, A Regulatory Framework for Company Law in Europe, aangeboden aan de Europese Commissie op 4 november 2002.

### Hijink 2006

J.B.S. Hijink, Waar is de beurs? Over het belang van de locatie van een gereglementeerde markt voor het toezicht op het effectenverkeer, Ondernemingsrecht 2006-13, p. 458-463.

### Hillen 1966

Ph.G.M. Hillen, Inzage van notulen, Maandblad NV 44, 1966, p. 126 e.v.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Van den Hoek 2002  
M.P. van den Hoek, Resultaten Communicatiekanaal 2000 en 2001, *Ondernemingsrecht* 2002-1, p. 2-8.
- Van den Hoek 2003  
M.P. van den Hoek, Naar een oplossing voor grensoverschrijdend stemmen, *Ondernemingsrecht* 2003-13, p. 476-483.
- Van den Hoek 2004  
M.P. Van den Hoek, Proxy sollicitation, volmachtverwerving bij aandeelhouders van naamloze vennootschappen, met enige beschouwingen naar buitenlands recht (diss. Leiden) 2004.
- Van der Hof 2002  
S. van der Hof, *Internationale on-line overeenkomsten*, Den Haag: Sdu Uitgevers 2002.
- Holzman/Mullen 2001  
James L. Holzman en Thomas A. Mullen, A New Technology: Frontier for Delaware Corporations, *Delaware Law Review* 2001-1.
- Honée 1994  
H.J.M.N. Honée, Verslaglegging, inzagerecht na vergadering, in: *Problemen rondom de algemene vergadering*, serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 45, Deventer: Kluwer 1994, p. 92.
- Van der Hoven/Van Schelven 2001  
Rob van der Hoven van Genderen, Peter van Schelven, *E-government, virtuele fictie of blijvend toekomstbeeld*, Nederlandse Vereniging voor Informatietechnologie en Recht, Elsevier Juridisch 2001.
- Hu/Black 2006  
Henry T.C. Hu en Bernard S. Black, Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms, *Business Lawyer* 2006, p. 1011-1070.
- Hu/Black 2007  
Henry T.C. Hu en Bernard S. Black, Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, *Journal of Corporate Finance* 2007, p. 343-367.
- Huizink 1989  
J. B. Huizink, *Bestuurders van rechtspersonen* (diss. Groningen), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 7, Deventer: Kluwer 1989, p. 27 e.v.
- Huizink 1995  
J.B. Huizink, Perikelen rond de besluitvorming van aandeelhouders, *WPNR* 1995/6205, p. 837-841.
- Huizink 2001  
J.B. Huizink, Bewilligde of niet-bewilligde certificaten, *WPNR* 2001/6554, p. 693-694.
- Huizink 2005  
J.B. Huizink, Geldigheid en ongeldigheid van besluiten in het rechtspersonenrecht, *WPNR* 2005, p. 199-205.
- Huizink 2006  
J.B. Huizink, *Groene Seriedeel Rechtspersonen, 2006 (losbl.)* Deventer: Kluwer.
- Huizink 2008  
J.B. Huizink, Boekbeschuwing B.F.L.M. Schim, Giraal effectenverkeer en goederenrecht, *Rechtsgeleerd Magazijn Themis* 2008-1, p. 26-28.
- Van den Ingh 1991  
F.J.P. van den Ingh, *Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap*, (diss. Nijmegen) Deventer: Kluwer 1991.
- Van den Ingh 1998  
F.J.P. van den Ingh, Vergaderrechten bij tegenstrijdig belang, *WPNR* 98/6311.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Van den Ingh 2002  
E.J.P. van den Ingh, De bevelsstructuur in de vennootschap, in: L. Timmerman e.a., Concernverhoudingen, Serie vanwege Van der Heijden Instituut, deel 69, Deventer: Kluwer 2002, p. 13-27.
- Jacobs 2007  
Jack B. Jacobs, The role of specialized courts in resolving corporate governance disputes in the United States and in the EU: an American judge's perspective, *Ondernemingsrecht* 2007-3, p. 80-85.
- Jensen/Meckling 1976  
Michael C. Jensen en William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 1976, p. 305-360.
- Jensen/Ruback 1983  
Michael C. Jensen en Richard S. Ruback, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 1983, p. 5-50.
- De Jong/Mertens/Roosenboom 2004  
A. de Jong, G.M.H. Mertens, P.G.J. Roosenboom, Shareholders voting at general meetings; evidence from the Netherlands, Rotterdam: ERIM 2004.
- De Jong/Mertens/Van Oosterhout/Vletter-van Dort 2007  
A. de Jong, G.M.H. Mertens, J. Van Oosterhout en H.M. Vletter-van Dort, Corporate governance of institutional investors: substance or symbolism?, Rapport voor Eumedion, april 2007.
- De Jongh 2007  
B.J. de Jongh, Class actions made difficult, Causaal verband, schade en collectieve acties in geval van misleidende berichtgeving op de beurs, *Ondernemingsrecht* 2007-14, p. 513-522.
- De Jongh 2006  
J.M. de Jongh, Gewijzigd wetsvoorstel elektronische communicatiemiddelen, *Ondernemingsrecht* 2006-3, p. 102-104.
- Josephus Jitta 2002  
A.N.A. Josephus Jitta, Schuitje varen, theetje drinken, varen wij door het polderland, *Ondernemingsrecht* 2002-3/4, p. 74.
- Kaemingh 1993  
H.L. Kaemingh, IPR-aspecten van Europese rechtspersonen, *Ars Aequi* 1993, p. 521.
- Kamarauskas 2001  
Tami Kamarauskas, Case Study: In forte Corp. Hosts Virtual Shareholder Meeting, *Wallstreet-lawyer.com*, oktober 2001, p. 20.
- Kane 2001  
Margaret Kane, Virtual Shareholder Meeting Flops, 7 September 2001, Cnet, <www.news.com>.
- Kappelhof 1998  
Simon Kappelhof, Giraal betalings- en effectenverkeer, Nationaal en internationaal, Serie Bank- en Effectenbedrijf deel 41, NIBE 1998.
- Kaspersen/Stuurman 2001  
H.W.K. Kaspersen en C. Stuurman, Juridische aspecten van e-mail, serie *Informatica en Recht*, Deventer: Kluwer 2001, p. 111 e.v.
- Kemna 2001  
A.M.Ch. Kemna, De vraagstukken van bewijs en bewaring in een elektronische omgeving, in: H. Franken, H.W.K. Kaspersen en A.H. de Wild (red), *Recht en Computer*, Deventer: Kluwer 2001, p. 167-197.
- Klaassen 2007  
A.G.H. Klaassen, Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders, historische, concernrechtelijke en rechtsvergelijkende beschouwingen, in het bijzonder over structuurwijzigingen (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2007.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Kleve 1996  
P. Kleve, Rechtsvragen over informatietechnologie. Ontwikkeling, stand van zaken en betekenis van het informaticarecht, Lelystad: Vermande 1996.
- Kleve 2004  
Pieter Kleve, Juridische iconen in het informatietijdperk (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2004.
- De Kluiver 1994  
H.J. de Kluiver, Het vennootschapsrecht dient te worden versoepeld... en verscherpt, TVVS 1994, p. 174-179.
- De Kluiver 1999  
H.J. de Kluiver, De wet formeel buitenlandse vennootschappen op de tocht? Opmerkingen rond HvJ EG 9 maart 1999 inzake Centros Limited (Zaak C-212/97), WPNR 1999/5527.
- De Kluiver e.a. 2004  
H.J. de Kluiver e.a., Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht. Rapport van de expertgroep ingesteld door de Minister van Justitie en de Staatssecretaris van Economische Zaken, Den Haag: Ministerie van Justitie 2004 <www.justitie.nl/images/11\_50335.doc>.
- De Kluiver/Meinema 2002  
H.J. de Kluiver en M. Meinema, Dwingend vennootschapsrecht na de Wet herziening preventief toezicht en de mogelijkheden van statutaire of contractuele afwijking en aanvulling, WPNR 2002/6503, p. 654.
- Knudsen 2005  
Herman Knudsen, The Debate on Corporate Governance in Denmark, oktober 2005, <www.seeurope-network.org>.
- Koelemeijer 1996  
M. Koelemeijer, Volmacht en Aandeelhouders, in Onderneming en 5 jaar nieuw burgerlijk recht, Nijmegen 1996, p. 21 e.v.
- Koops 2005  
B.J. Koops, Strafrecht en ICT, Serie ICT en Recht, Den Haag: Sdu 2005.
- Koops/Van der Hof 2002  
B.J. Koops en S. van der Hof, Informatiebeveiliging, e-handel en recht, in: R.E. van Esch en J.E.J. Prins (red.), Recht en elektronische handel, Deventer: Kluwer 2002.
- Koops/Van Kralingen/Van der Wees 1998  
Bert-Jaap Koops, Robert van Kralingen en Leo van der Wees, De rol van Trusted Third Parties in het elektronisch handelsverkeer, Computerrecht 1998/5, p. 206-211.
- Koppenol-Laforce en Houppermans 2006  
M.E. Koppenol-Laforce en V.A.M.J.J. Houppermans, Sdu Commentaar Ondernemingsrecht, artikel 3 WCC, C6, 2008, p. 1987.
- Kraakman 2004  
R. H. Kraakman, The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach, New York: Oxford University Press 2004.
- Van der Krans 2005  
Anatoli van der Krans, Sense and Simplicity, Onderneming & Financiering, nr. 65, april 2005, p. 3-10.
- Van der Krans 2007a  
Anatoli van der Krans, The Virtual Shareholders Meeting: How to Make it Work?, Journal of International Commercial Law and Technology, Oxford 2007-1, p. 32-37.
- Van der Krans 2007b  
Anatoli van der Krans LL.M., De Virtuele Aandeelhoudersvergadering, Ondernemingsrecht 2007-7, p. 277-282.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Van der Krans/Van der Kolk 2008  
Anatoli van der Krans en J.B.J. van der Kolk, Van belangenpluralisme naar een dominanter wordend aandeelhoudersbelang en de inzetbaarheid van beschermingsconstructies, *Onderneming & Financiering* 2008/2, p. 23-40.
- Kronke 1998  
Herbert Kronke, Applicable Law in Torts and Contracts in Cyberspace, in: Katherina Boele-Woelki en Catherine Kessedjian (red.) *Internet: Which Court Decides? Which Law Applies?*, Kluwer Law International 1998.
- Kroes 1996  
Q.R. Kroes, Internet, aansprakelijkheid in het Amerikaanse recht, *Computerrecht* 1996/1, p. 5-9.
- Kroes 2003  
Quinten Kroes, De Wbp in het algemeen, in: *Privacy Concerns: het delen van persoonsgegevens bij fusies, overnames en binnen concerns*, Nederlandse Vereniging voor Informatietechnologie en Recht, Elsevier Juridisch 2003.
- Kroeze 1997  
M.J. Kroeze, Schade aan aandelen, *WPNR* 97/6288, p. 720-726.
- Kroeze 2004  
M.J. Kroeze, Afgeleide schade en afgeleide actie (diss. Utrecht), Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 45, Deventer: Kluwer 2004.
- Kroeze/Verbrugh 2007  
M.J. Kroeze en M.A. Verbrugh, Rechterlijke bemiddeling bij Stork is ok, *NJB* 2007-08, p. 434-441.
- Kuilman  
M. Kuilman, Het recht van toepassing op (giraal overdraagbare) effecten, *V&O* 2008, nr. 7/8, p. 151-154.
- Latham 2000  
Mark Latham, The Internet Will Drive Corporate Monitoring, *Corporate Governance International*, juni 2000, p. 1-10.
- Lander/Reinstein 2005  
Gerald H. Lander en Alan Reinstein, Corporate Governance and Economic Value Alignment, *International Advances in Economic Research* 2005, nr. 11, p. 433-447.
- Leijten 2000  
A.F.J.A. Leijten, Geschillen tussen aandeelhouders, in: A.F.J.A. Leijten e.a., *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 62, Deventer: Kluwer 2000, p. 1-14 en p. 135-137.
- Lehmann/Weigand 2000  
Erik Lehmann en Jurgen Weigand, Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany, *European Finance Review* 2000, nr. 4, p. 157-195.
- Lekkerkerker 1997  
G.J.C. Lekkerkerker, De notaris, zijn traditie en het elektronisch rechtsverkeer, *ITeR*-reeks nr. 7, Alphen aan den Rijn: Samsom Bedrijfsinformatie 1997.
- Lennarts 1999  
M.L. Lennarts, Concernaansprakelijkheid: rechtsvergelijkende en internationaal privaatrechtelijke beschouwingen (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 1999.
- Lennarts 2005  
M.L. Lennarts, Een nieuwe regeling van het instructierecht, *Onderneming & Financiering* 2005, nr. 65, p. 18-23.
- Lennarts 2006  
M.L. Lennarts, De Twilight Zone: het schemergebied tussen vennootschaps- en insolventierecht (oratie Utrecht), Deventer: Kluwer 2006.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Lennarts/Schutte-Veenstra 2004  
M.L. Lennarts en J.N. Schutte-Veenstra, Versoepeling van het BV- kapitaalbeschermingsrecht: eindrapport d.d. 31 maart 2004, Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 47, Deventer: Kluwer 2004.
- Van der Linde 2007  
R.E. van der Linde, De staat als aandeelhouder: een plaatsbepaling, *Onderneming & Financiering* 2007 nr. 77/ 78, p. 30-42.
- Van Lith 2008  
H. van Lith, *International Jurisdiction in commercial litigation. Common grounds for uniform rules in contractual disputes* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2008.
- Loewenstein 1999  
Mark J. Loewenstein, *Shareholder Derivative Litigation and Corporate Governance*, *Delaware Journal of Corporate law* 1999/1, p. 1-26.
- Looijen 2004  
M. Looijen, *Beheer van informatiesystemen*, Ten Hagen & Stam Uitgevers/SDU Uitgevers 2004, p. 44.
- Loss/Seligman 2004  
Louis Loss en Joel Seligman, *Securities Regulation – 2004 Supplement*, New York: Aspen Publishers 2004, p. 475.
- Lyhne 2004  
Henrik Lyhne, *Modernisering af selskabslovene. 2004, te raadplegen onder “Artikler” op <www.brockstedt-rasmussen.dk/>*.
- Maatman 2000  
R.H. Maatman, *Institutionele beleggers en corporate governance*, *Tijdschrift voor Effectenrecht* 2000, p. 176.
- Maatman 2007  
R.H. Maatman, *Integriteit van de onderneming. Aandeelhouder en integriteit*, In: I.P. Asscher-Vonk (red.), *Onderneming en integriteit* (Serie onderneming en recht, 39), Deventer: Kluwer 2007, p. 55-94.
- Maatman/Meinema/Verdam 2007  
R.H. Maatman, M. Meinema en A.F. Verdam, *Consultatiedocument Monitoring Commissie over de rol van aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Nederlandse corporate governance code*, *Ondernemingsrecht* 2007, p. 95-97.
- Maatman en Raaijmakers 2006  
R.H. Maatman en G.T.M.J. Raaijmakers, *Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?*, *Ondernemingsrecht* 2006-7, p. 260.
- Maeijer 1994  
J.M.M. Maeijer, *Vertegenwoordiging en volmacht*, in de bundel, *Problemen rondom de algemene vergadering*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 45, Deventer: Kluwer 1994, p. 73
- Maeijer 1995  
J.M.M. Maeijer, *Proxy solicitation*, in *Ontwikkelingen in het effectenrecht*, Deventer, Kluwer 1995, p. 119 e.v.
- Manifest 2005  
Manifest, *The Manifest Voting Review 2005*, Witham 2005, p. 15.
- Marcusse/Ten Kate 2001  
M.F. Marcusse en B. Mulder ten Kate, *Aandelen zonder stemrecht*, *Vennootschap & Onderneming* 2001-9, p. 148-150.
- McBride/Gibbs 2001  
David C. McBride en Danielle Gibbs, *Interference with Voting Rights: The Metaphysics of Blasius Industries v. Atlas Corp.*, *Deleware Journal of Corporate Law* 2001-26, p. 927-929.



## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- McCahery/Picciotto/Scott 1993  
Joseph McCahery, Sol Picciotto en Colin D. Scott, *Corporate Control and Accountability: Changing Structures and Dynamics of Regulation*, Oxford University Press 1993.
- McCahery/Vermeulen/Hisatake/Saito 2006  
Joseph A. McCahery, Erik P.M. Vermeulen, Masato Hisatake, Jun Saito, *The New Company Law, What Matters in an Innovative Economy?* ECGI Working Paper Series in Law, september 2006.
- Mijnssen/Perrick/Rank 1999  
F.H.J. Mijnssen, S. Perrick en W.A.K. Rank, *Geldige effecten*, Bank-Juridische Reeks, NIBE-SVV, deel 39, Den Haag: Jongbloed 1999.
- Minister van Justitie 2004  
Minister van Justitie, *Consultatiedocument Moderne Communicatiemiddelen en de algemene vergadering van aandeelhouders, voorjaar 2004*, <[www.justitie.nl](http://www.justitie.nl)>.
- Mirvis/Rowe/Savitt 2007  
Theodore N. Mirvis, Paul K. Rowe, and William Savitt, *Bebchuk's Case for Increasing Shareholder Power: An Opposition*, Harvard Law and Economics Discussion Paper, mei 2007, <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>.
- Moerel 2002  
Lokke Moerel, *On-line reclame*, Deventer: Kluwer 2002.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2006  
Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Algemene Vergadering van Aandeelhouders: van eindstation naar tussenstation*, november 2006, <<http://www.commissiecorporate-governance.nl>>.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2007  
Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Derde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, december 2007, <<http://www.commissiecorporate-governance.nl>>.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2008  
Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse Corporate Governance Code*, juni 2008, <[www.corpgov.nl](http://www.corpgov.nl)>.
- Noack 2002  
Ulrich Noack, *Zukunft der Hauptversammlung – Hauptversammlung der Zukunft*, in: Zetzsche (red.), *Die virtuelle Hauptversammlung*, Berlin 2002, p. 13-20.
- Noack 2004a  
Ulrich Noack, *Elektronische Unternehmenspublizität in Deutschland und Europa - Zur Umsetzung der Publizitäts- und der Transparenzrichtlinie*, Arbeitspapiere zum Deutschen und Internationalen Zivil- und Wirtschaftsrecht, oktober 2004, <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>.
- Noack 2004b  
Ulrich Noack, *Hauptversammlung und Internet: Information – Kommunikation – Entscheidung*, Arbeitspapiere zum Deutschen und Internationalen Zivil- und Wirtschaftsrecht, december 2004, <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>.
- Nouwt 2001  
J. Nouwt, *E-commerce en het verwerken van persoonsgegevens*, WPNR 2001/6443, p. 421-429.
- Nowak 2005  
R.G.J. Nowak, *Het wetsvoorstel elektronische communicatiemiddelen*, *Ondernemingsrecht* 2005-7, p. 227 e.v.
- Nowak 2006  
R.G.J. Nowak, *Wet elektronische communicatiemiddelen aangenomen*, *Ondernemingsrecht* 2006-17, p. 622-623.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Nowak 2007  
R.G.J. Nowak, Het gewijzigde richtlijnvoorstel aandeelhoudersrechten, *Ondernemingsrecht* 2007, 214-216.
- Nørby 2002  
Nørby rapport, Corporate governance in Denmark 2002, <www.corporategovernance.dk>.
- Nybom/Jensen 2006  
Bethe Nybom en Steen Jensen, Country Status Report from Denmark, *European Company Law* 2006, nr. 5.
- O'Neal/Thompson 1990  
F. Hodge O'Neal en Robert Thompson, O'Neal's Close Corporations, §1.02- 1.04, 3e druk 1990.
- Oostwouder 1996  
W.J. Oostwouder, Management buy-out, (diss. EUR), Deventer: Kluwer 1996.
- Oostwouder 2003  
W.J. Oostwouder, Over nietigheid en vernietigbaarheid in het bedrijfsfinancieel recht (oratie Utrecht) Zutphen: Paris 2003.
- Oostwouder/Van der Krans 2004  
W.J. Oostwouder en A. van der Krans, Financial Service Action Plan: Is Europa klaar voor Olympisch goud?, *Onderneming & Financiering*, nr. 61 2004, p. 22-40.
- Oskamp/Lodder 1999  
A. Oskamp en A. R. Lodder, Informatietechnologie voor juristen, Handboek voor de jurist in de 21<sup>e</sup> eeuw, serie Informatica en Recht, Deventer: Kluwer 1999.
- Van Pappelendam-Hemmen 2000  
E.M. van Pappelendam-Hemmen, Wetsvoorstel 27164 tot wijziging van de Wge, *Ondernemingsrecht* 2000-13, p. 376-381.
- Parson 2000  
H.M. Parson, High/low voting stock bij beursvennootschappen, *V&O* 2000-2, p. 29-32.
- Perrick 1997  
S. Perrick, De nieuwe Wet melding zeggenschap, *TVVS* 1997, nr. 40, p. 97-100.
- Phoha/Phoha 2002  
V.V. Phoha en Vir V. Phoha, *Internet Security Dictionary*, Springer-Verlag Telos 2002.
- Pinto/Branson 2004  
Arthur R. Pinto en Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law* 2004, LexisNexis, p. 123 e.v.
- Plesner 2006  
Plesner, *Danish Corporate Finance Laws* 2006, Kopenhagen: Plesner, april 2006.
- Van der Ploeg 2006  
T.J. van der Ploeg, Elektronica in de relatie tussen stemgerechtigden en de rechtspersoon; naar een wettelijke regeling, p. 154-162, *NTBR* 2006, nr. 5.
- Ponds Kobler 1997  
George Ponds Kobler, Shareholder Voting over the Internet A Proposal for Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance, *Alabama Law Review* 1997-2, p. 673-700.
- La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny 2002  
R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, en R.W. Vishny, Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance* 2002, nr. 57, p. 1147-1171.
- Poul/Werlauff 2003  
Poul Licht en Erik Werlauff, Elektronische generalforsamlinger, *R&R ONLINE* 2003, p. 4-20.
- Prins 1999  
J.E.J. Prins (red.), *Recht en informatietechnologie: handboek voor rechtspraak en beleid*, Den Haag: Sdu 1999.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Prins/Berkvens 2000  
J.E.J. Prins en J.M.A. Berkvens, De Wet bescherming Persoonsgegevens, in: J.E.J. Prins en J.M.A. Berkvens (red.), Privacyregulering in theorie en praktijk, Deventer, Kluwer 2000, p. 77-103.
- Prins/Gijrath 2000  
J.E.J. Prins en S.J.H. Gijrath, Privaatrechtelijke aspecten van elektronische handel, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000.
- Raaijmakers 2004  
G.T.M.J. Raaijmakers, Communicatie tussen beursondernemingen en aandeelhouders in en buiten de AVA, Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur 2004, nr. 1, p. 3-10.
- Raaijmakers 2005a  
G.T.M.J. Raaijmakers, Beleggers, aandeelhouders en de AVA, Ondernemingsrecht 2005-4, p. 106-112.
- Raaijmakers 2005b  
G.T.M.J. Raaijmakers, Securities Lending and Corporate Governance, in: Tussen Themis en Mercurius, Deventer: Kluwer 2005, p. 241-255.
- Raaijmakers 2007  
G.T.M.J. Raaijmakers, Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen, in: Achter de schermen van beursaandeelhouders, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht, Deventer: Kluwer 2007.
- Rammeloo 2000  
S.F.G. Rammeloo, Vrij verkeer van rechtspersonen in "Europa" na Hof van Justitie EG Centros. Nieuwe prejudiciële procedures: IPR zetellers verenigbaar met EG-Verdrag?, NIPR 2000, p. 273 e.v.
- Ranalli 2001  
Ralph Ranalli, Corporate Meetings Bill Is Shelved-Shareholder Group Raps Online Forums, Boston Globe, 24 Aug. 2001, p.B1.
- Ranalli/Howe 2001  
Ralph Ranalli en Peter J. Howe, OK Is Near for Online Shareholder Meetings, Boston Globe, 23 Aug. 2001, p. A1.
- Rank/Bierman  
W.A.K. Rank en B. Bierman, Europese Commissie evalueert Hague Securities Convention: met grote stappen snel thuis?, Tijdschrift voor Financieel Recht 2006-10, p. 255-260.
- Reumert 2006  
Kromann Reumert, A Guide of Doing Business in Denmark, mei 2006, Copenhagen.
- Robert 2000  
Henry M. Robert e.a., Robert's Rules of Order Newly Revised, 10e druk, Cambridge, Massachusetts: Perseus Publishing 2000.
- Rodrigues 2006  
Usha Rodrigues, The Seductive Comparison of Shareholder and Civic Democracy, University of Georgia, School of Law, Research Paper Series 2006, www.ssrn.com.
- Romanek 2001  
Broc Romanek, Electronic-Only Shareholders' Meetings: Examining The Considerations, e-Securities 2001/3, p. 1-4.
- Romano 1985  
Roberta Romano, Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle, Journal of Law, Economics and Organization 1985, p. 225 e.v.
- Romano 1987  
Roberta Romano, The State Competition Debate in Corporate Law, Cardozo Law Review 1987, p. 709-757.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

Romano 2001

Roberta Romano, Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance. *Yale Journal on Regulation* 2001, p. 174-252.

Rose/Mejer 2003

Caspar Rose en Carsten Mejer, The Danish Corporate Governance System: from stakeholder orientation towards shareholder value, *Corporate Governance: An International Review* 11/4 2003, p. 335-344.

Rosenkiær 2002

U. Rosenkiær, Leif Rørbæk en Anne Gleerup, *An Introduction to Danish Law*, 1e druk 2002.

Roth 2003

G.P. Roth, De middellijke meldingsplicht in de Wet Melding Zeggenschap 1996, *WPNR* 2003/6517, p. 73-80.

Sautner/Out/McCahery 2008

Z. Sautner, B. Out en J. McCahery, Corporate Governance opvattingen vanuit een aandeelhoudersperspectief, de Nederlandse situatie international gezien, *Rematch*, mei 2008.

Schaub 2004

Martien Y. Schaub, The European legal framework regarding e-commerce (diss. Enschedé) 2004, p. 97-106 en 193-198.

Scheb 2002

John M. Scheb, *Introduction to the American Legal System*, The West Legal Studies Series, Thomson Learning 2002.

Schellekens 2001

M. Schellekens, *Aansprakelijkheid van Internet aanbieders*, Den Haag: Sdu 2001.

Van Schilfgaarde 2002

P. van Schilfgaarde, Statuten zonder bezwaar, *WPNR* 2002/6503, p. 639-648.

Van Schilfgaarde/Winter 2006

Van Schilfgaarde en Winter, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2006.

Schim 2006

B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht* (diss. Nijmegen) Serie Onderneming en Recht, deel 36, Deventer: Kluwer 2006.

Schoenmakers/Van Tilborg 2002

Berry Schoenmakers en Henk van Tilborg, What Cryptology Can Mean for Electronic Commerce, in *Trust in Electronic Commerce*, p. 45-54, *Kluwer Law International* 2002.

Schot/Kinnegim 2003

C.H. Schot en G.J.W. Kinnegim, Overgang van het stemrecht bij vestiging pandrecht op aandelen- een civielrechtelijke en fiscaalrechtelijke analyse, *Ondernemingsrecht* 2003-6, p. 210-216.

Schouten 2004

M. Ch. Schouten, Consultatie Commissie inzake uitoefenen aandeelhoudersrechten, *Ondernemingsrecht* 2004-16, p. 636-640.

Schouten 2005

M. Ch. Schouten, Tweede consultatie Commissie inzake uitoefenen aandeelhoudersrechten, *Ondernemingsrecht* 2005-10, p. 360-363.

Schut/Wiersema 1997

FR. Schut en E. Wiersema, *Betrouwbaarheid elektronische berichten in betalingsverkeer*, ITeR-reeks deel 7, Alphen aan den Rijn: Samsom Bedrijfsinformatie 1997.

Schutte-Veenstra 2000

J.N. Schutte-Veenstra, Denominalisatie van aandelen, in: J.B. Huizink e.a. (red.), *A-T-D*, Opstellen aangeboden aan Prof.mr. P. van Schilfgaarde, Deventer: Kluwer 2000, p. 375-388.

Schwarz 1990

C.A. Schwarz, *Aandelen zonder stemrecht* (oratie Maastricht), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1990.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Schwarz 1995  
C.A. Schwarz, Goede raad is duur, motiveringsplicht, hoorrecht en raadgevende stem bij ontslag van bestuurders, WPNR 1995/6190, p. 527-531.
- Schwarz 2004  
C.A. Schwarz, De BV zonder wettelijk verplichte blokkering, Ondernemingsrecht 2004/1-2, p. 30-35.
- Shefrin 2002  
Hersh Shefrin, Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioural Finance and the Psychology of Investing, Oxford University Press 2002.
- Shleifer/Vishny 1997  
A. Shleifer en R. Vishny, A Survey of Corporate Governance, Journal of Financial Economics 1997, nr. 52, p. 737-783.
- Siemerink 2007  
L.A.R. Siemerink, De overeenkomst van Internet Service Providers met consumenten, Deventer: Kluwer 2007.
- Simmonds 2001  
Ralph Simmonds, Why must we meet? Thinking about why shareholders meeting are required, Company and Securities Law Journal 2001/19, p. 506-519.
- Slagter 2005  
W.J. Slagter, Compendium van het ondernemingsrecht, Deventer: Kluwer 2005.
- Smits 2006  
J.M. Smits, Competitie tussen vennootschapsvormen: wat is het 'beste' stelsel van ondernemingsbestuur? Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur 2006, p. 21-26.
- Snijders 2001  
H.J. Snijders, Het bereiken van geadresseerden (per e-mail) (I) en (II), WPNR 2001/6444, p. 433-440 en WPNR 2001/6445, p. 457-461.
- Van Solinge 1994  
A.G. van Solinge, Vergaderorde, in: Problemen rondom de algemene vergadering, serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 45, Deventer: Kluwer 1994, p. 45.
- Van Solinge 2000  
G. van Solinge, Doorbraak van prospectusaansprakelijkheid, in: A-T-D, Opstellen aangeboden aan prof. mr. P. van Schilfgaarde, Deventer: Kluwer 2000.
- Spanjer/Zebregs 2006  
H.P. Spanjer en B.J.A. Zebregs, De settlement van effectentransacties door Euroclear Nederland, Ondernemingsrecht 2006-13, p. 474-480.
- Steffens 2004  
L.F.A. Steffens, Strijd tussen de incorporatieleer en de leer van de werkelijke zetel, TvOB 2004, p. 46 e.v.
- Steins Bisschop 2004  
B.T.M. Steins Bisschop, Maatschappelijk verantwoord ondernemen en het ondernemingsrecht, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2004.
- Stevens 2006  
T.M. Stevens, Nieuwe Wmz een kort leven beschoren, Tijdschrift Ondernemingsrechtpraktijk 2006/1, p. 34 e.v.
- Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen 2000  
Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, Jaarverslag 2000, p. 5-6.
- Storm 2006  
P.M. Storm, De Ahold-schikkingen, Ondernemingsrecht 2006-7, p. 268-272.
- Strik 2007  
D.A.M.H.W. Strik, To play or to be in play: over preventie van aandeelhoudersactivisme, Ondernemingsrecht 2007-6, p. 230-236.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

Strikwerda 2005

L. Strikwerda, Inleiding tot het Nederlandse Internationaal Privaatrecht, Deventer: Kluwer 2005.

Strine 2006

Leo Strine, Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America, Harvard Law Review 2006, p. 1759-1763.

Struycken 1998

A.V.M. Struycken, De Ondernemingskamer vanuit IPR-gezichtspunt bekeken, in: Van Vennootschappelijke belang, Liber amicorum J.M.M. Maeijer, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 321-336.

Stuurman 2004

C. Stuurman, ICT-Contracten, in Recht en Computer, serie Recht en Praktijk deel 36, Deventer: Kluwer 2004, p. 79-116.

Tabaksblat e.a. 2003

Morris Tabaksblat e.a., De Nederlandse corporate governance code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen 2003, <www.corpgov.nl>.

Tabaksblat 2006

Morris Tabaksblat, De rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen na drie jaar Nederlandse corporate governance code; enkele observaties, Ondernemingsrecht 2006-17, p. 596-598.

Tiemstra/De Keijzer 2008

J.S.T. Tiemstra en J. de Keijzer, Algemene vergadering van aandeelhouders: hoeksteen van corporate governance of niet-representatieve formaliteit?, Ondernemingsrecht 2008-5.

Timmerman 1988

L. Timmerman, Het aan de ondernemingen toekomende recht op geheimhouding, in: Tot vermaak van Slagter, Deventer: Kluwer 1988, p. 309.

Timmerman 1992

L. Timmerman, Voorzitterschap aandeelhoudersvergadering, TVVS 1992-4, p. 103-104.

Timmerman 1996

L. Timmerman, Kroniek van het vennootschapsrecht, NJB 1996, p. 1318 e.v.

Timmerman 2000

L. Timmerman, Onderstromen in het privaatrechtelijke rechtspersonenrecht, in: De ontwikkeling van de rechtspersoon in het publiekrecht en het privaatrecht, Preadvis NJV, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 2000, p. 103-166.

Timmerman 2004

L. Timmerman, Een BV zonder bestuur en zonder aandeelhoudersvergadering, Ondernemingsrecht 2004/1-2, p. 27-30.

Timmermans 2004

R.A.F. Timmermans, Ontwikkelingen rondom certificering, WPNR 2004/6599, p. 910-916.

Uniken Venema 2003

C.AE. Uniken Venema, Effectengiro-recht in beweging, Schoordijk Instituut, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2003, p. 153 e.v.

Uniken Venema 2008

C.AE. Uniken Venema, Dematerialisatie van beursgenoteerde effecten, Ondernemingsrecht 2008-2, p. 72-76.

Veenstra 2008

F. Veenstra, De aandeelhouder en zijn afgeleide schade, Ondernemingsrecht 2008-4.

Veerbeek 2003

H.J.E. Veerbeek, De flexibiliteit van het pandrecht op aandelen, Onderneming & Financiering nr. 57, 2003, p. 23 e.v.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Van der Velden 2001  
F.J.A. van der Velden, Internationale contracten en de bevoegde rechter: nieuwe regels van Europees procesrecht, *Contracteren* 2001/4, p. 97-101.
- Verdam 2003a  
A.F. Verdam, Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdige belangen (oratie Amsterdam: VU), Den Haag: Bju 2003.
- Verdam 2003b  
A.F. Verdam, Wie wordt eigenaar van het aandeel?, *NTHR* 2003, p. 71.
- Verdam 2004a  
A.F. Verdam, Het toenemend belang van de voorfase voor de aandeelhoudersvergadering: een goed begin of het halve werk, *Ondernemingsrecht* 2004-11, p. 412-418.
- Verdam 2004b  
A.F. Verdam, Stemmen op afstand: van “pilot project” naar regelgeving, *WPNR* 2004/6563, p. 84.
- Verjans 2002  
R.L.S. Verjans, Dematerialisatie van toondereffecten, *WPNR* 02/6495, p. 465-471.
- Verhagen 1995  
H.L.E. Verhagen, *Agency in Private International Law* (diss. Nijmegen), Kluwer Law International 1995.
- Vermeulen 2004  
E.M. Vermeulen, Over de vestiging van een pandrecht op aandelen en de overgang van stemrecht, *Vennootschap & Onderneming*, april 2004, p. 58 e.v.
- Vermeulen 2006  
E.P.M. Vermeulen, De rol van hedge funds: symbiose of parasiet, *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk* 2006, p. 45.
- Verret 2007  
J.W. Verret, Pandora’s Ballot Box, or a Proxy With Moxie? The Majority Voting Amendment to Delaware Corporate Law, *Business Lawyer*, mei 2007.
- Visser 2004  
K.I.J. Visser, Zeggenschapsrechten van houders van een recht van pand of vruchtgebruik op aandelen op naam (diss. Groningen), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 48, Deventer: Kluwer 2004.
- Vlas 1982  
P. Vlas, *Rechtspersonen in het internationaal privaatrecht* (diss. Leiden), serie *Vennootschaps- en rechtspersonenrecht vanwege het Van der Heijden Instituut*, deel 23, Deventer: Kluwer 1982.
- Vlas 1998  
P. Vlas, Twee wetten i.p.r.-rechtspersonenrecht: WCC en WFBV in werking, *TVVS* 1998, p. 53 e.v.
- Vlas 2002  
P. Vlas, *Rechtspersonen*, *Praktijkreeks IPR*, Deventer: Kluwer 2002.
- Vlas 2008  
P. Vlas, *Nieuw IPR-Goederenrecht*, *Ondernemingsrecht* 2008-7, p. 258-263.
- Vletter-van Dort 2001  
H.M. Vletter-van Dort, Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 2001.
- Vletter-van Dort 2006  
H.M. Vletter-van Dort, De invloed van elektronisch stemmen op de besluitvorming in de vennootschap, in *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 545-560.
- Voskamp 2000  
Edith Voskamp, *Aanschaf van ICT*, Ten Hagen Kamp Uitgevers 2000.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

Voûte 1991

Allard Voûte, Aandelen voor werknemers: motivatie door participatie, Serie Vennootschaps- en rechtspersonenrecht, deel 38, Deventer: Kluwer 1991, p. 9.

VP 2005

Værdipapircentralen Securities Services, Market Practice in Denmark, A general description of the Danish securities market 2005, <www.uk.vp.dk>.

Wassink 2000

A.J.M. Klein Wassink, Een Babylonische spraakverwarring in de algemene vergadering van aandeelhouders?, in A-T-D, Opstellen aangeboden aan Prof. Mr. P. van Schilfgaarde, Deventer: Kluwer 2000, p. 215-223.

Wezeman/Van Houtum 2004

J.B. Wezeman en M.H.A. van Houtum, Van geïnspireerde kunst, vestigingsvrijheid en vreemde vennootschappen, TvOB 2004, p. 176.

Wiggers 2007

M.Ph.M. Wiggers, De wet elektronische communicatiemiddelen: een overzicht en een blik op de toekomst, Vennootschap & Onderneming, juni 2007, p. 122.

Winter 1998a

J.W. Winter, Stemmen op afstand via het Communicatiekanaal, in Corporate Governance voor Juristen 1998, p. 91.

Winter 1998b

J.W. Winter, Voetbalaandelen, TVVS 1998/7, p. 191-192.

Winter 2000

J.W. Winter, Grensoverschrijdend stemmen, (oratie Rotterdam), Deventer: Kluwer 2000.

Winter 2001

J.W. Winter, Vennootschapsrecht en moderne technologie, in: Afscheid van papier, handelsrecht en moderne economie, Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht', Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2001, p. 57-138.

Winter 2006

J.W. Winter, Corporate governance handhaving in de VS, EU en Nederland, in Verantwoording aan Hans Beckman, Deventer: Kluwer 2006, p. 621-645.

Winter/Ginneken 2000

J.W. Winter en M.J. van Ginneken, Stemmen op afstand van dichtbij bekeken, in G.J. Niessen, M.J.G.C. Raaijmakers en A.J.S.M. Tervoort (red.), Ongebonden recht bedrijven (Lustrum bundel NGB), Deventer: Kluwer 2000, p. 325 e.v.

Winter 1977

Ralph K. Winter, State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation, Journal of Legal Studies 1977, p. 251 e.v.

Witteveen 2004

P.A.M. Witteveen, Medezeggenschap voor werknemers via aandelen, in: De werknemer in het ondernemingsrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 76, Deventer: Kluwer 2004, p. 24 e.v.

Witthøfft 2004

Steen Witthøfft, Elektroniske bestyrelsesmøder og generalforsamlinger uden at være til stede, 2004, te raadplegen onder "Artikler" op <www.ret-raad.dk>.

Woloszyn 1975

John J. Woloszyn, A Practical Guide to Voting Trusts, Baltimore Law Review 1975, p. 245.

Yeh/ Shu 2004

Yin-Hua Yeh en Pei-Gi Shu, Corporate Governance and Valuation of IPOs, European Financial Management Association, Annual Meeting 2004, <www.ssrn.com>.



## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

### Young 1998

David Young, Web Meetings; Bell & Howell Tries E-Mail, Chicago Tribune, June 10, 1996, at C3 en Howard M. Friedman, How Far Have We Travelled by Internet this Proxy Season?, Insights, december 1998, p. 19-21.

### Young Rhee 2003

Man Young Rhee, Internet Security, Cryptographic Principles, Algorithms And Protocols, John Wiley and Sons Ltd 2003.

### Zaman 2007

D.F.M.M Zaman, Een nieuwe rechtsvormgeving: enkele gedachten over modernisering van de infrastructuur van rechtsvormen binnen het ondernemingsrecht (oratie Utrecht), Den Haag: Sdu uitgevers 2007.

### Zaman 2008

D.F.M.M Zaman, De nieuwe rol van de stichting administratiekantoor, in: Handboek Openbaar Bod, Serie Onderneming en Recht, deel 46, Deventer: Kluwer 2008.

### Zaman/Oostwouder 2001

D.F.M.M Zaman en W.J. Oostwouder, Over certificaten met en aandelen zonder stemrecht, Ondernemingsrecht 2001-15, p. 446 e.v.

### Zetzsche 2002

Dirk Zetzsche, Die Online-Hauptversammlung für Inhaberaktionäre, in: Zetzsche (red.), Die virtuelle Hauptversammlung, Berlin 2002, p. 47-76.

### Zetzsche 2005a

Dirk A. Zetzsche, Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations – A Six Country Comparison, European Company and Financial Law Review 2005/1.

### Zetzsche 2005b

Dirk Zetzsche, Corporate Governance in Cyberspace – A Blueprint for Virtual Shareholder Meetings, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series, juni 2005, <www.ssrn.com>.

### Zetzsche 2006

Dirk A. Zetzsche, Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive – Challenges and Opportunities, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series 2006, <www.ssrn.com>.

### Zetzsche 2008

Dirk A. Zetzsche, Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive, Journal of Corporate Law Studies 2008/2.

### Van der Ziel 2001

G.J. van der Ziel, 'Naar de afschaffing van het papieren cognossement, een case studie', in: Afscheid van papier, handelsrecht en moderne technologie (Preadvies van de Vereeniging Handelsrecht), Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2001.



# Rechtspraakregister

## Europa

### Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen

HvJ EG 9 maart 1999, zaak C-212/97, Jur. 1999, I-1459 (Centros).  
HvJ EG 5 november 2002, zaak C-208/00, Jur. 2002, I-9919 (Überseering).  
HvJ EG 30 september 2003, zaak C-167/01, JOR 2003/249 (Inspire Art).

### Europees Hof voor de rechten van de mens

EHRM 9 december 1994, Holy Monasteries – Griekenland, NJ 1996, 374.  
EHRM 5 januari 2000, Beyeler – Italië, NJ 2000, 571.  
EHRM 28 maart 2000, Dimitrios Georgiadis – Griekenland.  
EHRM 11 januari 2001, Platakou – Griekenland, NJCM 2001, 26-4, p. 458-466.  
EHRM 25 juli 2002, Sovtransavto Holding – Oekraïne, JOR 2003/111.  
EHRM 7 november 2003, Olczak – Polen, JOR 2003/112.

## Nederland

### Hoge Raad

HR 8 april 1938, NJ 1938, 1076 (Eugen Mehler).  
HR 1 april 1949, NJ 1949, 465 (Doetinchemse IJzergieterij).  
HR 19 december 1952, NJ 1953, 464.  
HR 21 januari 1955, NJ 1959, 43 (Forumbank).  
HR 13 november 1959, NJ 1960, 472 (Distilleerderij).  
HR 12 januari, 1968 AA 1968, 144 (Teixeira de Mattos).  
HR 15 juli 1968, NJ 1969, 101 (Wijsmuller).  
HR 6 april 1979, NJ 1980, 34 (Kleuterschool Babel).  
HR 20 april 1990, NJ 1991, 560 (Natco).  
HR 17 mei 1991, NJ 1991, 645 (Lampe/ Tonnema).  
HR 31 december 1993, NJ 1994, 436 (Verenigde Bootlieden).  
HR 23 september 1994, NJ 1996, 461.  
HR 10 maart 1995, NJ 1995, 595 (Janssen Pers).  
HR 26 oktober 2001, JOR 2002/2 (Juno).  
HR 21 december 2001, JOR 2002/38 (SOBI/ Hurks).  
HR 1 maart 2002, JOR 2002/79 (Zwagerman).  
HR 13 juli 2007, JOR 2007/178 (ABN AMRO).

### Hof

Hof Amsterdam 3 mei 1978, NJ 1980, 49 (Koninklijke Scholten- Honig/ Lakeman en St. Sobi).  
Hof Amsterdam, 21 september 1978, NJ 1979, 403.  
Hof Amsterdam 26 mei 1983, NJ 1984, 481 (Linders/ Hofstee).  
Hof 's-Hertogenbosch 15 mei 1996, JOR 1996/70 (VEB/ Philips).

## RECHTSPRAAKREGISTER

Hof Amsterdam, 8 oktober 1998, NJ 1999, 348, TVVS 1998, p. 373- 376.

Hof Amsterdam 9 maart 2000, JOR 2000/99 (Willem III).

Hof Amsterdam, 13 maart 2003, JOR 2003/85 (Corus).

### **Rechtbank**

Rechtbank Utrecht 27 april 1932, NJ 1934, 938.

Rechtbank Maastricht 17 juni 1937, NJ 1938, 42.

President Rechtbank Arnhem 10 december 1987, KG 1988, 37 (Amstelland).

President Rechtbank Breda 24 december 1987, KG 1988, 56.

President Rechtbank Rotterdam 24 februari 2000, JOR 2000/57 (Furness).

President Rechtbank Amsterdam 22 mei 2000, KG 2000, 129 (World Online).

President Rechtbank Den Haag 7 augustus 2002, JOR 2002/173 (Babcock).

Rechtbank Arnhem 23 maart 2005, JOR 2005/140.

### **Verenigde Staten**

People's Home Saving Bank v. Superior Court, 38 P. 452 (Cal. 1894).

State ex rel. Jones v. Ralston Purina Co., 358 S.W. 2d 772 (Mo. 1912).

Otis-Hidden Co. V. Scheirich, 219 S.W. 191 (Ky. 1920).

Maddock v. Vorclone Corp., 147 A 255 (Del. Ch. 1929).

Rice & Hutchins, Inc. V. Triplex Shoe Co., 147 A 317, 322 (Del. Ch. 1929).

Rice & Hutchins, Inc. V. Triplex Shoe Co., 152 A. 342 (Del. Supr. 1930).

Duffy v. Loft, Inc., 152 A. 849, 853 (Del. 1930).

Standard Power & Light Corp. v. Investment Assocs., Inc., 51 A.2d 572 (Del. 1947).

Rosenfeld v. Fairchild Engine & Airplane Corporation, 309 N.Y. 168,128 N.E.2d 291, (1955).

E.L. Bruce Co. v. State ex rel. Gilbert, 144 A.2d 533 (Del. 1958).

Lehrmann v. Cohen, 222 A.2d 800 (Del. 1966).

Schnell v. Chris-Craft Indus., Inc., 285 A.2d 437, 439 (Del. 1971).

Friedman v. Altoona Pipe & Steel Co., 460 F.2d 1212 (d3 Cir. 1972).

Darvin v. Belmont Industries Inc. 199 N.W.2d 542 (Mich. Ct. App. 1972).

Morton v. Rogers, 514 P.2d 752 (Ariz. Ct. App. 1973).

Meyer v. Ford Industries, 538 P.2d 353, Or. (1975).

Donahue v. Rodd Electrotype Co., 328 N.E. 2d 505, 511 (Mass. 1975).

Providence & Worcester Co. v. Baker, 378 A.2d 121 (Del. 1977).

Shamrock Assoc. v. Texas Am. Energy Corp., 517 A.2d 658 (Del. Ch. 1986).

Revlon, Inc v MacAndrews & Forbes Holdings, Inc, 506 A.2d 173, (Del. Supr. 1986).

Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

Lofland v. Di Sabatino, 1991 WL 138505 (Del. Ch. 25 juli 1991).

Shabshelowitz v. Fall River Gas Co., 588 N.E.2d 630 (Mass. 1992).

Compaq Computer Corp. v. Horton, 631 A.2d 1, (Del. Ch.1993).

Testa v. Jarvis, 1994 WL 30517, Delaware Journal of Corporate Law 12, (1994).

Security First Corp. V. U.S. Die Casting and Dev. Co., 687 A.2d 536 (Del. 1997).

Loudon v. Archer-Daniels-Midland Co., 700 A.2d 135, 146 (Del. 1997).

Gregson v. Packing & Insulations Corp., 708 A.2d 533 (R.I.1998).

Stancil v. Bruce Stancil Refrigeration, Inc., 344 S.E.2d 789 (N.C. Ct. App. 1986).

Williams v. Geier, 671 A.2d 1368 (Del. 1996).

Wells v. League of American Theatres & Producers Inc., 706 N.Y.S. 2d 599, 604 (Sup. Ct. 2000).

H.B. 4400, 182nd (Gen. Ct. Reg. Sess. Massachusetts 2001).

Walt Disney Co. Derivative Litigation, 825 A.2d 805, 2003 (Del. Ch.).

Walt Disney Co. Derivative Litigation, No. 411, 2005 (Del. Supr. Court).

### **Denemarken**

Ugeskrift for Retsvæsen (UfR) 1997.364 H (Satair).

# Trefwoordenregister

## A

Aandeelhouder(s)	
– anonimiteit	3.9.1, 5.2.2
– commissie	2.12
– transparantie	3.9.1, 5.2.2
– democratie	1.1, 2.8.5, 2.13, 7.1, 7.2, 7.6
– activisme	7.3, 7.5.3
– register	3.2, 3.9.1, 8.2.3, 9.1.1
Aandeelhoudersvergadering	
– agenda van -	2.3
– bevoegdheid van -	2.1, 8.2, 9.1
– besluitvorming in de -	2.9, 8.2.10, 9.1.5
Aandelen	
– op naam	2.2, 2.5, 2.7.1, 2.7.2, 3.2, 3.9.1
– aan toonder	2.2, 3.2
Aangesloten instelling	3.2, 3.3, 3.4, 4.1.1
Aansprakelijkheid	4.2.2, 4.3, 5.1.5, 5.4, 7.4.2, 7.4.6, 8.2.2, 8.3, 9.1.4
Aantasting van een besluit	1.3, 5.1.5
Absenteïsme	1.1, 11.1
Advocaat	2.6, 7.5.7
Afschrift	2.5, 2.11
Agenda	2.3, 6.2.3, 6.2.5, 8.2.3, 9.1.3
Agenderingsrecht	2.3, 6.2.5, 7.2, 8.2.6, 9.1.3, 9.3
Autoriteit Financiële Markten	3.1, 3.9.2

## B

Bava	2.2, 9.1.3
Belang van de onderneming	2.1, 7.6
Belangen van aandeelhouders	7.3.1, 7.3.7
Belangengroepering	7.3.5, 7.5.3
Bepaling stemgerechtigdheid	3.3, 3.7, 3.8, 3.10, 4.1, 8.2.3, 9.1.1
Beschermingsmaatregel	6.2.7, 8.2.7
Besluitvorming	2.9, 7.4.3, 7.5.2, 7.6, 8.2.10, 9.1.5

## C

Central Securities Depositories	3.3, 4.1.1
Certificaat van een aandeel	2.2, 2.6, 2.7, 10.3
Chairman	8.2.9
Clearing en settlement	3.3, 3.5
Communicatiekanaal aandeelhouder	2.8.3, 3.6, 6.1.1, 6.1.2, 7.4.4
Computerrun	2.8.3, 6.1.1
Computervredebreek	5.1.3

## TREFWOORDENREGISTER

Corporate democracy	2.8.5, 2.13, 7.1, 7.2, 7.6, 10.1.1, 11.1, 11.2, 11.3
Corporate governance	1.1, 6.2.5, 6.2.6, 7.5, 8.3, 9.2, 11.1, 11.2, 11.3
Corporate governance code	1.1, 8.3, 9.2

### D

Dematerialisatie van het effectenverkeer	3.2
Deponering/ Depot	2.8.3, 3.5, 3.7, 3.10
Direct holding system	3.9.1, 3.10
Disclaimer	7.4.2
Dividend	2.7.3, 3.4

### E

Elektronisch bewijs	5.1.6
Elektronische volmacht	1.3.1, 2.8.2
Empty voting	1.1, 2.7.3, 11.3
Enquêteprocedure	2.13
Euroclear	3.2, 3.3, 3.4, 3.9.2
Euronext	3.1, 4.1
Europese Commissie	2.13, 4.1.3, 4.1.4, 10.3.3
E-voting	1.3.3, 8.4, 9.3.1
Expert Group on Cross Border Voting	4.1.2, 4.1.4

### F

Financiële beleggers	7.3.4, 7.3.7
Firewall	5.2.3, 5.2.4

### G

Gebruikersrechten	5.2.1, 7.4.1
Gekwalificeerde meerderheid	2.9.1, 8.2.10, 9.1.4, 9.1.5, 9.3.1
Gelijke behandeling van aandeelhouders	7.5.1
Girodepot	3.2, 3.3, 3.9.1, 4.1.1
Global	3.2
Global custodian	3.6.1, 4.1.1
Grensoverschrijdend stemmen	4.1, 10.3

### H

Haags verdrag	4.1.4, 10.3.3
Hedge funds	1.1, 6.2.7, 7.3.2, 11.1
High Level Group of Company Law Experts	1.1
Hoogste macht	2.1

### I

Identificatie van aandeelhouders	3.4, 3.8, 3.9, 4.1, 7.4.1
Identity Management	5.2.1
Incentive analyse	6.2, 6.3
Incorporatieleer	4.2
Incorporatierecht	4.2
Inlichtingen	2.13, 7.2, 7.4.2, 7.6, 8.2.8, 9.1.3
Inspanningsverplichting	5.1.4, 5.1.5, 8.4, 9.4.1
Institutionele beleggers	1.1, 2.7.3, 2.8.3, 7.3.3
Instructierecht	2.1

## TREFWOORDENREGISTER

<b>J</b>	
Jaarrekening	1.3.1, 2.1, 2.8.2, 9.1.4
<b>K</b>	
Kostenbaten analyse	6.1, 6.2, 6.3
Koersgevoelige informatie	7.5.4
Koers van aandelen	3.3, 6.2.6, 6.2.7
<b>L</b>	
Landelijk verspreid dagblad	2.2, 6.1.1, 9.3.2
Leer van de werkelijke zetel	4.2.1
Levering van aandelen	3.3, 3.4
<b>M</b>	
Managerialist tradition	8.3, 8.6, 8.7
Meldingsplicht	5.2.2
Minister	
– Donner	1.3.4, 2.4.1, 5.1.4, 7.4.3
– Hirsch Ballin	2.4.1, 11.2
Monitoring Commissie Corporate Governance	1.1, 3.9.2, 6.2.4
<b>N</b>	
Necigef	4.1.1
Notariële akte	5.1.6
Notaris	2.6
Notulen	2.9.4, 2.11
<b>O</b>	
Omnibusrekening	3.6.1, 4.1
Ondernemingsraad	7.3.5, 7.5.4
Onrechtmatige daad	2.13, 5.1.5
Oproeping	2.2, 7.4.1, 8.2.3, 9.1.4
Overdracht van aandelen	3.3, 3.4
<b>P</b>	
Pandrecht	2.7.1
Particuliere beleggers	7.3.5, 7.3.7
PIPE	7.3.4
Plaats van vergaderen	2.4, 10.2.1
PRIMA-regel	4.1.1
Privacy	5.2.2
Private equity	7.3.4
Proxy sollicitation	2.8.3, 8.2.4, 8.2.5, 8.2.6, 8.2.7, 8.6
Publieke aandeelhouders	7.3.6, 7.3.7
<b>Q</b>	
Quorum	2.9.1, 9.1.5, 10.2.2
<b>R</b>	
Rationele apathie	1.1, 6.2.2, 11.1
Redelijkheid en billijkheid	2.6, 2.10, 5.1.5
Registeraccountant	2.6, 7.5.7
Registratiedatum	2.8.3, 3.6, 3.7, 3.10, 7.4.4, 7.4.7, 8.2.3, 10.3

## TREFWOORDENREGISTER

Representativiteit	1.1, 7.2, 7.3, 7.6, 11.1
<b>S</b>	
Securities and Exchange Commission	8.2.4, 8.2.6, 8.3
Securities lending	1.1, 2.7.3, 7.2
Service Level Agreement	5.1.4
Shareholders Rights Manager	6.1.2, 7.4.6, 7.5.5
Spreekrecht	2.6, 7.2, 7.6, 9.1.3
Stem	
– adviseurs	1.1, 7.5.3, 11.1, 11.3
– instructie	2.8.1, 2.8.2, 2.8.3
– men op afstand	2.8
– menverwerving	7.4.4, 8.2.5
– ming	7.4.5, 8.2.9, 8.2.10, 9.1.5
– recht	2.7, 2.8, 3.5, 3.6, 3.8, 4.1, 5.1, 5.2, 7.2, 7.6, 8.2.3, 8.2.10, 8.3, 9.1.4, 10.3.3, 11.1, 11.2
Staggered boards	8.2.10, 8.3
Strategische beleggers	7.3.4, 7.3.7
Structuurvennootschap	2.1, 2.7.1, 2.12, 2.13
<b>T</b>	
Taalkeuze	7.4.3
Tegenstrijdig belang	2.9.5
Toepasselijk recht	4.2
Transactiekosten	6.2.3
Transparantie	2.7.3, 7.3.2
<b>U</b>	
Unanimititeit	2.9.1, 9.1.5
<b>V</b>	
Vaardipapircentralen	9.1.1, 9.4
Vennootschappelijk belang	2.1
Vergaderrecht	2.6, 2.9.5, 5.2.1
Vernietigbaarheid	2.2, 2.3, 2.4, 2.9.1, 2.9.4, 2.10, 2.11, 2.13, 5.1.2, 5.1.5, 9.3.1
Verzameldepot	3.2, 3.3, 3.4, 3.6.1, 3.8, 3.9.1, 4.1.1
VGM-platform	5.2.4, 5.3, 5.4, 6.1, 6.2, 7.4, 11.1
Videoconferentie	1.3.2, 8.4, 9.3.1
Volmacht	2.6, 2.8.1, 8.3.4, 9.2.3
Voorzitter (van de vergadering)	1.3.4, 2.9.4, 5.1.5, 7.2, 7.4.6, 7.6, 8.2.9, 9.1.4
Voorwetenschap	7.5.1
Vruchtgebruik	2.6, 2.7.1, 2.11, 7.4.1
<b>W</b>	
Wederzijdse instemming	5.1.1
Werknemers	7.3.5, 7.5.4
Woonplaats	2.4, 10.2
<b>Z</b>	
Zwaarwichtig belang	2.3, 2.9.4, 2.13



## Curriculum Vitae

Anatoli van der Krans werd op 10 mei 1980 geboren te Delft. In 1998 behaalde hij zijn VWO diploma aan het Christelijk Lyceum Delft. Aansluitend studeerde hij rechten aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, waar hij in 2003 het doctoraal examen financieel recht behaalde. In het academisch jaar 2001/2002 volgde hij het European Master of Law and Economics Programme aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, Universität Hamburg en Université Paul Cézanne Aix-Marseille III. Sinds begin 2004 is hij als universitair docent/onderzoeker verbonden aan het Molengraaff Instituut voor Privaatrecht van de Universiteit Utrecht. Als universitair docent onderwijst hij de vakken Financieel recht, Ondernemingsrecht en Verzekeringsrecht. Daarnaast publiceert hij regelmatig in verschillende juridische tijdschriften over ondernemingsrechtelijke onderwerpen en is hij redacteur van het tijdschrift Onderneming & Financiering. Hij is getrouwd met Marianne van der Krans-Vlug en vader van Eleonore.

