

# Shareholders vs. Stakeholders; wie wint?

*Mr. M.L.S.W.E. de Lange en mr. P. van der Veld\**

## Inleiding

‘Aandeelhouder blijkt toch geen macht te hebben’, hiermee kopte het *NRC Handelsblad* op zijn website naar aanleiding van een verslag van de bevindingen van commissie-De Wit op 27 januari 2010.<sup>1</sup> Daarin is veel gezegd over de macht die aandeelhouders hebben binnen een vennootschap. Deze macht zou bestuurders van beursgenoteerde bedrijven drijven tot het nemen van grote risico’s. Op basis daarvan gaf Peter Paul de Vries het commentaar dat daar niets van waar is en dat de wens van beleggers doorgaans genegeerd wordt.<sup>2</sup>

Maar hoe is het daadwerkelijk gesteld met de verhouding tussen bestuurders en aandeelhouders binnen een vennootschap? Met de komst van de Nederlandse corporate governance code lijken de aandeelhouders de macht weer naar zich toe te trekken, althans, ze beschikken over voldoende bevoegdheden om dat te doen. Echter, is dit in de praktijk ook realiteit?

In deze bijdrage zal de onderlinge verhouding tussen aandeelhouders, althans de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AVA) – shareholders – en bestuurders – stakeholders – aan de kaak worden gesteld. Daarbij zal worden ingegaan op de vraag of aan de AVA daadwerkelijk de hoogste macht toekomt binnen de vennootschap. Allereerst zal worden besproken over welke bevoegdheden de AVA beschikt. Daarna zal aandacht worden besteed aan de ‘contractuele’ en de ‘institutionele’ leer, die pogen de onderlinge verhouding tussen de AVA en de vennootschap nader te kwalificeren. Vervolgens zal worden ingegaan op de vraag of het wenselijk is dat de AVA de hoogste macht binnen de vennootschap heeft. In de conclusie zal tot slot antwoord worden gegeven op de vraag of de AVA de hoogste macht bezit binnen de vennootschap.

## Bevoegdheden (algemene vergadering van aandeelhouders)

Onderscheid dient te worden gemaakt tussen de rechten/bevoegdheden van individuele aandeelhouders en van de AVA als orgaan van de vennootschap. Hoewel het inperken van de rechten van individuele aandeelhouders ook gevolgen kan

hebben voor de AVA – denk aan het verhogen van de drempel voor individuele aandeelhouders bij het agenderingsrecht<sup>3</sup> – beperkt deze bijdrage zich tot de rechten/bevoegdheden van de AVA als orgaan van de vennootschap.

Voorts dient onderscheid te worden gemaakt tussen de bevoegdheden die de wet, al dan niet dwingend, toekent aan de AVA en de feitelijke mogelijkheid om deze effectief te maken.<sup>4</sup> Zo is het de AVA die de raad van commissarissen kan ontslaan bij een structuurvennootschap (art. 2:161a lid 1 jo. lid 3 BW). De Stork-beschikking van de Ondernemingskamer laat echter zien dat de feitelijke uitoefening van deze bevoegdheid aan banden kan worden gelegd.<sup>5</sup>

### *Bevoegdheden van de AVA*

De bevoegdheden die de AVA op grond van de wet heeft, verschillen per ondernemingsvorm. Verschil kan worden gemaakt tussen de (beursgenoteerde) NV, BV en structuurvennootschap (al dan niet vrijwillig en geheel of gedeeltelijk toegepast). In deze bijdrage staat de beursgenoteerde NV centraal omdat de afstand tussen het bestuur en de aandeelhouder daar in de regel het grootst is.

De wet kent de AVA alle bevoegdheden toe die niet aan een ander orgaan toekomen (art. 2:107 lid 1 BW). Hieruit zou kunnen worden afgeleid dat de AVA de hoogste macht bezit. Echter, het is hiervoor noodzakelijk te weten welke bevoegdheden aan andere organen zijn toegekend. In de niet-structuurvennootschappen zijn de belangrijkste bevoegdheden bij de AVA neergelegd.

De bevoegdheden die de wet toekent aan de AVA zijn te verdelen in een viertal belangrijke terreinen, te weten: de kapitaalstructuur, de inrichting, verantwoording en controle, en benoeming van personen.

Een van de belangrijkste bevoegdheden van de AVA, op het terrein van het benoemen van personen, in de beursgenoteerde NV is het recht om bestuurders te benoemen (art. 2:132

\* Mr. M.L.S.W.E. de Lange is advocaat bij NautaDutilh. Mr. P. van der Veld is advocaat bij NautaDutilh.

1. Bron: <[www.nrc.nl/economie/crisiscommissie/article2469266.ece/Aandeelhouder\\_blijkt\\_toch\\_geen\\_macht\\_te\\_hebben](http://www.nrc.nl/economie/crisiscommissie/article2469266.ece/Aandeelhouder_blijkt_toch_geen_macht_te_hebben)>.  
2. Bron: <[www.nrc.nl/economie/crisiscommissie/article2469266.ece/Aandeelhouder\\_blijkt\\_toch\\_geen\\_macht\\_te\\_hebben](http://www.nrc.nl/economie/crisiscommissie/article2469266.ece/Aandeelhouder_blijkt_toch_geen_macht_te_hebben)>.

3. F.G.K. Overkleef, Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning, *Ondernemingsrecht* 2009, nr. 167.

4. Van Schilfgaarde/Winter, Van de BV en de NV, Kluwer: Deventer 2009, p. 209.

5. Hof Amsterdam (OK), 17 januari 2007, JOR 2007, 42 (Stork).

lid 1 BW), te schorsen en te ontslaan (art. 2:134 lid 1 BW). Het recht om bestuurders te benoemen kan worden beperkt in de statuten door een zogenoemde oligarchische clausule (art. 2:133 lid 1 BW). In dat geval vindt de benoeming van bestuurders plaats door een bindende voordracht. Van deze voordracht kan het bindend karakter voorts worden ontnomen door een besluit, genomen met twee derde meerderheid, van de AVA. Ook benoemt (art. 2:142 lid 1 BW), schorst en ontslaat (art. 2:144 lid 1 BW) de AVA in beginsel commissarissen, indien de vennootschap een raad van commissarissen heeft ingesteld.

Met betrekking tot de inrichting van de vennootschap heeft de AVA de bevoegdheid om de statuten te wijzigen (art. 2:121 lid 1 BW). Veel wetsbepalingen zijn van regelend recht, hiervan kan bij statuten worden afgeweken. Een voorbeeld is de eerder besproken oligarchische clausule waarbij de AVA in beginsel uit een bindende voordracht bestuurders benoemt. De macht van de AVA is met een dergelijke clausule ingeperkt, maar het is diezelfde AVA die daar met behulp van een statutenwijziging van af kan wijken. Dus wanneer de macht van de AVA in de statuten is beperkt, is het diezelfde AVA die deze statuten kan wijzigen waardoor zij haar macht weer kan vergroten. Indien de AVA met algemene stemmen een voorstel aanneemt dat in strijd met de statuten is genomen, is dit nietig.<sup>6</sup> De AVA zal dus eerst de statuten moeten wijzigen alvorens een dergelijk besluit te kunnen nemen.

Tot slot kent het NV-recht, in tegenstelling tot het BV-recht, een bepaling waarin besluiten die een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap tot gevolg hebben, aan goedkeuring van de AVA zijn onderworpen (art. 2:107a lid 1 BW). Wat precies onder het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW valt, is nog niet duidelijk.<sup>7</sup> De Hoge Raad heeft beslist dat dit artikel restrictief uitgelegd dient te worden.<sup>8</sup> Hiermee worden de bevoegdheden van de AVA weer enigszins beperkt.

Andere bevoegdheden die eveneens belangrijk zijn, maar niet zozeer doorslaggevend voor het aantonen dat de AVA de hoogste macht is, zijn het besluiten tot omzetting (art. 2:18 lid 2 sub a BW), ontbinding (art. 2:19 lid 1 sub a BW), uitgifte van aandelen (art. 2:96 lid 1/2:206 lid 1 BW), kapitaalvermindering (art. 2:99/2:208 BW), het vaststellen van de jaarrekening (art. 2:101 lid 3/2:210 lid 3 BW), kapitaalvermeerdering (art. 2:121a/2:231a BW), het vaststellen van het bezoldigingsbeleid voor bestuurders (art. 2:135 lid 1/2:245 BW) en commissarissen (art. 2:145/2:255 BW) en het benoemen van een vertegenwoordiger bij tegenstrijdig belang (art. 2:146/2:256 BW).

6. HR 8 april 1938, NJ 1938, 1076 (Eugen Mehler).

7. A.G.H. Klaassen, Het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW in rechtsvergelijkend perspectief, *Ondernemingsrecht* 2008, nr. 171.

8. HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (ABN Amro).

### *Geen instructiemacht*

Uit het voorgaande blijkt dat de AVA over een aanzienlijk pakket aan bevoegdheden beschikt. Maar ook de AVA is gebonden aan de wet en de statuten. Zoals hiervoor reeds opgemerkt, kan de AVA geen met de statuten strijdig besluit nemen, zelfs niet met algemene stemmen.<sup>9</sup> Dit is niet de enige beperking die de Hoge Raad heeft opgelegd aan de AVA. In het *Forumbank-arrest*<sup>10</sup> heeft de Hoge Raad – kort gezegd – beslist dat de AVA geen instructiebevoegdheid toekomt. In voormeld arrest had de AVA besloten tot de inkoop van eigen aandelen door de vennootschap. De Hoge Raad besliste dat het hier ging om een bevoegdheid die – destijds – wettelijk en statutair is toebedeeld aan het bestuur. Derhalve heeft de AVA onterecht besloten tot de inkoop van eigen aandelen, waardoor het besluit nietig was. De eiser stelde dat de AVA de hoogste macht is binnen de vennootschap en dat het bestuur zich moet committeren aan de besluiten van de AVA. De Hoge Raad spreekt deze stelling niet tegen, maar overweegt dat ‘de algemene vergadering de bij de wet en statuten getrokken grenzen harer bevoegdheid niet mag overschrijden’.

Uit het voorgaande blijkt ons inziens dat besluiten die betrekking hebben op de meest fundamentele gronden van een vennootschap, allemaal genomen moeten worden door de AVA, of in ieder geval ter goedkeuring aan de AVA voorgelegd dienen te worden op straffe van nietigheid (art. 2:14 lid 1 BW). Feitelijk gezien heeft, voornamelijk bij de beurs-NV, het bestuur een informatievoorsprong op de AVA. Het bestuur bepaalt in die zin welke informatie het deelt met de AVA en welke niet. Hier is sprake van informatieasymmetrie. Hoewel wettelijk gezien de AVA in beginsel recht heeft op alle gewenste informatie (art. 2:107 lid 2 BW), blijft de vraag hoe dit in de praktijk uitpakt. Het bestuur bepaalt immers tot op een bepaalde hoogte zelf welke informatie het deelt en welke niet.

### **Contractuele en institutionele leer**

Om de verhouding tussen aandeelhouders en de vennootschap te kwalificeren bestaan in de literatuur meerdere opvattingen. Allereerst is daar, met name voor de BV, de contractuele leer, die ziet op een contract tussen aandeelhouders ter oprichting en beheer van de BV. Binnen een BV is vaak sprake van een directeur-(groot)aandeelhouder. De band tussen beide organen is bij een dergelijke BV erg nauw.

Met betrekking tot de NV geldt eerder de institutionele leer met de daarin verweven instrumentele opvatting. Binnen een NV staan bestuurder en aandeelhouders vaak veel verder van elkaar af. Dit is zeker het geval bij een beursgenoteerde NV, waar hedge funds en institutionele beleggers een grote rol kunnen spelen. Deze aandeelhouders wordt wel verweten dat zij louter met het doel financieel voordeel te behalen ten behoeve van hun achterban in ondernemingen beleggen en dat zij zich niet bemoeien met het reilen en zeilen binnen de onderneming.

9. HR 8 april 1938, NJ 1938, 1076 (Eugen Mehler).

10. HR 21 januari 1955, NJ 1959, 43 (Forumbank).

Hierna volgt een beschrijving van de contractuele en institutionele leer om de positie van de aandeelhouders binnen een vennootschap te verduidelijken.

### *Contractuele leer*

In de contractuele leer wordt de vennootschap gezien als een samenstel van verbintenissen tussen de aandeelhouders. Door middel van de overeenkomst tussen aandeelhouders wordt de vennootschap tot stand gebracht (opgericht). De aandeelhouders zijn in dat geval de partijen bij het contract en zij hebben de hoogste macht door bijeen te komen in de AVA en als zodanig besluiten te nemen.<sup>11</sup>

Waar de contractuele leer bij de BV, en in de toekomst in grotere mate ook bij de flex-BV, nog aanwezig lijkt te zijn, is deze voor de NV minder zichtbaar.<sup>12</sup> Maar ook voor de BV gaat de contractuele leer niet altijd meer op. In artikel 2:64 en 2:175 BW ligt immers de mogelijkheid verrat dat ook één persoon een vennootschap op kan richten. Een meezijdige rechtshandeling bij oprichting van de BV is dus niet vereist.<sup>13</sup>

### *De institutionele leer en de instrumentele visie*

In de institutionele opvatting ligt de nadruk op de vennootschap als 'eigen organisatie'. Een organisatie waarbinnen alle deelnemers een bepaalde rol vervullen.

Het begrip institutioneel heeft twee betekenissen. Ten eerste wordt daarmee aangegeven dat de vennootschap geen contract is, maar een los van de aandeelhouders staand instituut. In de tweede plaats wordt daarmee een zekere vermaatschappelijking van de vennootschap aangeduid, waardoor de vooraanstaande plaats van de aandeelhouders wijkt voor een vennootschapsbelang dat ruimer is en bijvoorbeeld mede dat van bij de vennootschap werkzame werknemers kan omvatten.<sup>14</sup> Er wordt meer ruimte geboden voor inrichtingsvrijheid wat betreft de organisatie van de vennootschap en de individuele rechten en verplichtingen van aandeelhouders.<sup>15</sup> Raaijmakers is van mening dat met de vennootschap als instituut de NV en BV te veel los worden gedacht van de onderneming waar het uiteindelijk allemaal om draait.<sup>16</sup> In de institutionele visie ligt het primaat dus meer bij het bestuur.

### *Instrumentele opvatting*

Bij de vennootschap als instituut wordt de vennootschap dus gezien als een van de aandeelhouders vrijstaand instituut. Dit instituut wordt beheerst door eigen regels, die onder meer inhouden dat ook de AVA een bevoegdheidsverdeling dient te respecteren.<sup>17</sup> De instrumentele visie – ook wel de Angelsaksische visie<sup>18</sup> – daarop is enigszins verzachtend voor de aandeelhouders, daar deze visie aansluiting zoekt bij de eigendomsrechten en de zeggenschapsrechten (*power to control*) van de AVA. De onderneming wordt in dat geval gezien als een instrument van de aandeelhouders. Zij kunnen de onderneming in hun belang laten besturen.<sup>19</sup> In dit geval behoudt het bestuur de leiding over de vennootschap, maar hebben de aandeelhouders een grote zeggenschap ten aanzien van de wijze van besturen.

### *Tot slot*

Wat betekenen vorenstaande modellen nu voor de macht van de aandeelhouders in de praktijk? Indien wordt gekozen voor de contractuele leer lijkt er meer aandacht uit te gaan naar de aandeelhouders. Zij zijn dan de oprichters van de vennootschap en hebben daarmee de hoogste macht.

Bij de vennootschap als 'instituut' staat het vennootschapsbelang veel meer in de 'spotlight'. In de institutionele leer wordt de vennootschap geleid door haar bestuur en zorgen de aandeelhouders voor het kapitaal. Komt daar de instrumentele visie bij om de hoek kijken, dan is er al weer veel meer sprake van een verschuiving van de macht naar de aandeelhouders. Daar ligt immers meer de nadruk op de eigendoms- en zeggenschapsrechten.

## **AVA als feitelijk hoogste macht binnen de vennootschap**

### *Realiteit*

Zoals eerder gezegd, dient er onderscheid te worden gemaakt tussen de juridische bevoegdheden waarin de macht van de AVA zich uit, en de mate waarin de AVA in feite in staat is om deze macht uit te oefenen. In de praktijk is een drietal problemen te onderscheiden. Allereerst bestaan er tegengestelde belangen tussen aandeelhouders onderling. Daar waar de ene aandeelhouder voor kortetermijnwinst gaat, wil de andere aandeelhouder voor langetermijnwinst gaan. Voor veel besluiten is een meerderheid nodig. Wanneer belangen van aandeelhouders onderling sterk uiteenliggen, is het moeilijker om als AVA een besluit te nemen.

Daarnaast bestaat het probleem van de lage opkomst op vergaderingen. Met name bij beursgenoteerde NV's zijn de aandeelhouders niet of nauwelijks bekend en is het opkomstpercenta-

11. M.E. Schreurs-Engelaar, *Organen van de coöperatie*, Deventer: Kluwer 1995, p. 28.

12. J.B. Huizink, *Rechtspersonen (losbl.)*, Deventer: Kluwer, art. 2:64 BW, aant. 5A.

13. W.J. Slagter, *Compendium ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2005, p. 31.

14. Huizink, art. 2:64 BW, aant. 5A.

15. Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 23.

16. M.J.G.C. Raaijmakers, *De plaats van het personenvennootschapsrecht in de structuur van het ondernemingsrecht*, in: M.J.G.C. Raaijmakers & G.J.H. van der Sangen (red.), *Herziening persoonsgebonden ondernemingsvormen* (Center for Company Law), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2003, p. 1-57; en zie ook: D.F.M.M. Zaman & I.C.P. Groenland, *Tussen contract en instituut, waar zweeft de Flex-BV?*, TvOB 2009, p. 168.

17. Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 7.

18. P.M. van der Zanden, *Consolidatieperikelen, Ondernemingsrecht 2009*, nr. 1.

19. Van der Zanden 2009, nr. 1.

ge gemiddeld slechts 58%; dit is zelfs nog lager geweest.<sup>20</sup> Aandeelhouders met een relatief beperkt belang kunnen hierdoor de hele AVA domineren.

### *Wenselijkheid*

De plaats van de AVA binnen de vennootschap is afhankelijk van de tijdsgeest. Zo werd de AVA onder de wet van 1838 gezien als de hoogste macht binnen de vennootschap.<sup>21</sup> Begin twintigste eeuw begonnen vennootschappen steeds vaker een beroep te doen op de markt voor hun kapitaal. Dit leidde tot de vraag of de macht van aandeelhouders kon worden beperkt.<sup>22</sup> Sindsdien is het bestuur steeds meer de dienst gaan uitmaken binnen de vennootschap. Hier kwam eind twintigste eeuw verandering in met het verschijnen van de aanbevelingen van de commissie-Peters.<sup>23</sup> Die was voornamelijk ingesteld om te kijken naar de macht en plaats van de aandeelhouders binnen de vennootschap. Mede als gevolg van maatschappelijke druk werd in 2003 een nieuwe commissie ingesteld, die op 9 december 2003 de eerste Nederlandse corporate governance code vaststelde. Deze zogenoemde Code Tabaksblat voerde het *comply or explain*-principe in en stelde de aandeelhouder redelijk centraal. De Code Tabaksblat werd eind 2008 geactualiseerd door de commissie-Frijns en is van kracht voor de boekjaren vanaf 1 januari 2009.<sup>24</sup> Sinds het begin van de economische crisis eind 2008 is de discussie weer opgelaaid over de rol van aandeelhouders bij voornamelijk beursgenoteerde bedrijven. Deze zouden te veel macht hebben en zich vooral met het aandeelhouderschap bemoeien wanneer het om het vermeerderen van de aandeelhouderswaarde gaat. De vraag is of het sleutelen aan de bevoegdheidsverdelingen hier verandering in brengt.

Zonder haar aandeelhouders heeft de vennootschap geen kapitaalcracht en is het functioneren bijna onmogelijk. De aandeelhouders zijn dus van vitaal belang en mogen daarom ook met recht over vele bevoegdheden beschikken. Bovendien komt een groot deel van het risico van de onderneming neer op de aandeelhouders. Maar is het wijs om aan hen, die wijdverspreid zitten, verschillende belangen hebben en in geval van een beursgenoteerde onderneming vaak ook zijn ondergebracht in een administratiekantoor, zoveel macht te geven in een onderneming?

Mede als uitvloeisel van de kredietcrisis is de uitoefening van de bevoegdheden van aandeelhouders in een kritisch daglicht komen te staan. Er wordt wel gesteld dat de aandeelhouder is verworpen tot een anonieme belegger die louter uit is op waardeververmeerdering van zijn aandelen en die weinig te maken

heeft met de gang van zaken binnen de onderneming.<sup>25</sup> De commissie-Maas beveelt beursgenoteerde banken in haar rapport 'Naar herstel van vertrouwen' aan om te streven naar een stabiele groep van aandeelhouders die zich op langere termijn wenst te verbinden aan de vennootschap. Daardoor zouden deze banken in staat worden gesteld zich te richten op het genereren van toegevoegde waarde op langere termijn.<sup>26</sup> Deze langetermijnaandeelhouders kunnen worden aangetrokken door hun meer zeggenschap en dividend te bieden. Een voorbeeld daarvan is loyaliteitsdividend, waarin de aandeelhouder een premie ontvangt voor langetermijnbetrokkenheid.<sup>27</sup> Daarnaast is het een mogelijkheid om de mate van zeggenschap te koppelen aan de duur van hun aandeelhouderschap. In ruil voor *commitment* ontstaat invloed.<sup>28</sup> Een andere optie zou zijn om de identificatie van aandeelhouders te vergemakkelijken. Dit met het oog op het bevorderen van de dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouder(s).<sup>29</sup> Dit zou tot een verbetering van onderlinge verantwoording tussen aandeelhouders en bestuur kunnen leiden. Ook is dit in lijn met de in 2007 ontwikkelde aandeelhoudersrichtlijn,<sup>30</sup> die beoogt deelname van de aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen te stimuleren. Ook goede corporate governance ondersteunt een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering. Het is in het belang van de vennootschap dat zo veel mogelijk aandeelhouders deelnemen aan de besluitvorming (principe IV.1 Nederlandse corporate governance code).

En toch moet in ieder geval één orgaan binnen een onderneming de beslissende macht hebben. Het is ook niet onwenselijk dat de aandeelhouders de hoogste macht hebben. Met de bevoegdheden die zij hebben gekregen, kunnen zij in principe de beslissingen redelijk naar hun hand zetten. Maar dan dient de AVA wel op een goede en zorgvuldige manier met de bevoegdheden om te springen. Zoals hiervoor gesteld, is het belang van de vennootschap vaak niet de eerste prioriteit bij de AVA. Eerder het in waarde vermeerderen van haar investeringen. Er zou op moeten worden toegezien, dan wel er zouden maatregelen moeten worden genomen, zoals bijvoorbeeld hiervoor uiteengezet, die ervoor zorgen dat de AVA het vennootschapsbelang meer in acht neemt. In dat geval zou het wenselijk zijn dat de aandeelhouders, met de bevoegdheden die zij nu hebben, de hoogste macht binnen de vennootschap hebben.

20. Monitoring Commissie Nederlandse corporate governance code, Vierde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code, december 2008, p. 6.

21. A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders*, Kluwer: Deventer 2007, p. 16.

22. Klaassen 2007, p. 18.

23. Commissie Corporate Governance, *Aanbevelingen inzake Corporate Governance in Nederland*, 25 juni 1995.

24. Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 31, p. 4.

25. C. van Ewijk & C. Teulings, *De grote recessie – het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*, Amsterdam: Balans 2009, p. 233.

26. Rapport van de Adviescommissie Toekomst Banken (commissie-Maas), 'Naar herstel van vertrouwen', april 2009, p. 25.

27. HR 14 december 2007, NJ 2008, 105.

28. Het Financieel Dagblad, *Werken aan beter bestuur. Van verweesde tot bezielende bedrijven*, zaterdag 21 maart 2009, p. 17.

29. C.F. van der Elst & L.S.F. van den Steen, *Over de grenzen van het ondernemingsrecht*: Fortis, O&F 2009, nr. 3, p. 16.

30. Richtlijn 2007/36/EG van de Raad van het Europees Parlement van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.

### Conclusie

De discussie rondom de macht van de aandeelhouders is tijdloos. De tijd bepaalt steeds de invalshoek van de discussie. Daar waar het halverwege de twintigste eeuw als vaststaand feit werd aangenomen dat de AVA de hoogste macht had binnen de vennootschap, spelen stakeholders in de huidige discussie een aanzienlijk grotere rol. Aandeelhouders blijven degenen die het kapitaal ter beschikking stellen, zodat de vennootschap haar onderneming draaiende kan houden. Deze onderneming houdt veelal veel andere belangen in stand, zoals die van haar werknemers, haar leveranciers en andere, maatschappelijke, belangen. De bevoegdheden van de AVA vormen een belangrijk element binnen het geheel van checks & balances binnen beursgenoteerde vennootschappen. In zoverre is er ons inziens dan ook geen grond voor een inperking van de formele bevoegdheden van aandeelhouders. Daarmee is echter niet gezegd dat er in voorkomende gevallen niets op de feitelijke uitoefening van deze bevoegdheden aan te merken valt. De uitdaging voor de komende tijd zal zijn om op dat vlak tot verbeteringen en oplossingen te komen.