

# Waarheen met de aandeelhoudersvergadering bij beursvennootschappen?

*Mr. F.G.K. Overkleef, LLM\**

## Inleiding

Het instituut van de aandeelhoudersvergadering bevindt zich in de context van beursvennootschappen in meerdere opzichten in een spanningsveld. De fysieke vergadering van aandeelhouders, het forum waarin de verzamelde individuele aandeelhouders gezamenlijk de wettelijke en statutaire bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AVA) als vennootschapsorgaan uitoefenen, is de afgelopen twee decennia het onderwerp van uiteenlopende discussies geweest. In dezelfde periode zijn ook verschillende wijzigingen in de wetgeving met betrekking tot aandeelhoudersvergaderingen bij beursvennootschappen doorgevoerd en is bovendien in het kader van zelfregulering in verschillende codes, in het bijzonder de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de Code), een aantal richtsnoeren en concrete maatregelen voorgesteld teneinde de kwaliteit van de gang van zaken voorafgaand aan en tijdens aandeelhoudersvergaderingen te verbeteren. Omdat elke tijd nu eenmaal eigen problemen kent (en dus ook eigen oplossingen vergt), waren de hierboven genoemde inspanningen telkens op uiteenlopende – en soms zelfs onderling tegenstrijdige – doelstellingen gericht. Zo waren er eind jaren negentig tegelijkertijd ontwikkelingen om te komen tot een volwaardig systeem van stemmen op afstand (waardoor het voor aandeelhouders niet langer nodig zou zijn om aan de fysieke vergadering deel te nemen met alle logistieke obstakels van dien), terwijl in dezelfde periode ook werd getracht om de kwaliteit van de dialoog tijdens de vergadering zelf te verbeteren (waarvoor de aanwezigheid van aandeelhouders weer wel essentieel was). Ook de verschillende directe belanghebbenden (bestuurders en commissarissen van beursvennootschappen, institutionele beleggers en retailbeleggers) hebben ten aanzien van de inrichting en het functioneren van aandeelhoudersvergaderingen onderling sterk uiteenlopende wensen en verwachtingen. Voor de een is een aandeelhoudersvergadering het podium om bestuurders ter (publieke) verantwoording te roepen, voor de ander een ceremonieel sluitstuk om de vanuit de AVA benodigde besluitvorming formeel te bezegelen. De een ziet de aandeelhoudersvergadering als een forum voor onderlinge gedachtewisseling en beraadslaging, de ander ziet liever een nadruk op efficiënte besluitvorming. Zo

bezien lijkt het vormgeven van een kader aan wet- en (zelf)regelgeving voor het tot stand brengen van een 'ideale' en voor alle partijen bevredigende aandeelhoudersvergadering een flinke puzzel, zo niet een onmogelijkheid.

Thans dient een nieuwe discussieronde over het wezen van de aandeelhoudersvergadering zich aan, ditmaal via de band van een mogelijke wijziging van de wettelijke oproepingstermijn voor aandeelhoudersvergaderingen bij beursvennootschappen. Kort gezegd: de minimumoproepingstermijn voor aandeelhoudersvergaderingen bij beursvennootschappen en in het kielzog daarvan de te hanteren termijn voor de registratiedatum zijn in 2010 op een relatief lange periode gezet (42 dagen respectievelijk 28 dagen) en thans gaan in de politiek en in de praktijk stemmen op om deze termijnen weer aanzienlijk te verkorten. Recent is hierover geadviseerd door de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (hierna: de Commissie) van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie.<sup>1</sup> De tot op heden door de voor- en tegenstanders van deze ingreep ingenomen standpunten en argumenten leggen een fundamenteel verschil in benadering en invalshoek bloot. Meer in het bijzonder lijken de twee kampen van mening te verschillen over de vraag op wiens belangen de inrichting van de aandeelhoudersvergadering in hoofdzaak gericht zou moeten zijn. Al naar gelang het antwoord op deze vraag (de belangen van de beursonderneming zelf, die van haar aandeelhouders in het algemeen of die van een bijzondere groep aandeelhouders, zoals institutionele beleggers) zal men bij de inrichting en het functioneren van de aandeelhoudersvergadering verschillende accenten willen plaatsen. Het zou goed zijn om deze discussie over het wezen van de aandeelhoudersvergadering bij beursvennootschappen in alle openheid en met deelname van alle belangengroepen te voeren.

In deze bijdrage schets ik op hoofdlijnen de actuele discussie met betrekking tot de oproepingstermijn voor aandeelhoudersvergaderingen bij beursvennootschappen. Voor de goede

1. Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht, Advies inzake de oproepingstermijn en registratiedatum voor de algemene vergadering van aandeelhouders van beursvennootschappen, 16 januari 2013, bron: <www.knb.nl>.

\* Mr. F.G.K. Overkleef, LLM is advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam.

orde: waar in deze bijdrage wordt gesproken over 'de AVA' wordt daarmee het orgaan van de vennootschap bedoeld, terwijl met de aanduiding 'de aandeelhoudersvergadering' wordt verwezen naar de fysieke vergadering waarin de AVA als orgaan tot haar besluiten komt. Ik begin met een – zeer beknopte en uiteraard geenszins volledige – uiteenzetting van de voorgeschiedenis, in het bijzonder de laatste wijziging van de wettelijke vereisten voor de oproepingstermijn en de registratiedatum in het kader van de Wet aandeelhoudersrechten. Daarna volgen een bespreking van het onlangs door de Commissie uitgebrachte advies en een analyse van de door de commissie aangevoerde argumenten. Ik rond af met een conclusie.

### Het functioneren van de aandeelhoudersvergadering

De aandeelhoudersvergadering neemt in het vennootschapsrecht conceptueel gezien een belangrijke plaats in. Het is de plek waar aandeelhouders 'in vereniging' samenkomen teneinde als deelgenoot van het orgaan van de AVA het bestuur en de raad van commissarissen (hierna: de RvC) rekening en verantwoording af te nemen en om gebruikmakend van de bij wet en statuten aan de AVA toegekende bevoegdheden tot besluiten te komen. In zijn klassieke Wijsmuller-arrest overwoog de Hoge Raad:

'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 wensen deel te nemen'.<sup>2</sup>

Om verschillende redenen beantwoordden aandeelhoudersvergaderingen bij beursvennootschappen reeds in het verleden vaak niet aan dit ideaalbeeld. Dit kon deels worden teruggevoerd op de vanwege beschermingsconstructies en oligarchische clausules beperkte invloed die de AVA als orgaan binnen het vennootschapsrechtelijk bestel kon uitoefenen. Een ander, deels hiermee samenhangend, probleem was het absentisme onder aandeelhouders, waardoor bij aandeelhoudersvergaderingen van beursvennootschappen veelal slechts een klein gedeelte van het geplaatst kapitaal daadwerkelijk ter vergadering aanwezig dan wel vertegenwoordigd was. Door dit gebrek aan participatie vormden de aandeelhouders die ter vergadering de AVA constitueerden niet altijd een volwaardige afspiegeling van het totale aandeelhoudersbestand en waren de gedachtewisseling en besluitvorming tijdens een aandeelhoudersvergadering niet altijd representatief voor de onder alle aandeelhouders levende sentimenten. Het functioneren van de AVA als orgaan van een bepaalde beursvennootschap werd zo rechtstreeks geraakt door de (te) geringe participatiegraad van aandeelhouders in de aandeelhoudersvergadering.

2. HR 15 juli 1968, NJ 1969, 101 m.nt. G.J. Scholten (Wijsmuller).

In het rapport 'Corporate governance in Nederland: de veertig aanbevelingen' van de commissie-Peters was voor de aandeelhoudersvergadering een centrale rol ingeruimd.<sup>3</sup> Als een van de aanbevelingen stelde de commissie-Peters als uitgangspunt dat de aandeelhoudersvergadering het forum was waar het bestuur en de RvC verantwoording dienden af te leggen over het door hen gevoerde beleid (aanbeveling 27). Als concrete maatregel zou een systeem van 'proxy solicitation' informatie-uitwisseling tussen aandeelhouders voorafgaand aan een aandeelhoudersvergadering mogelijk moeten maken (aanbeveling 32).<sup>4</sup> Voorts stelde de commissie-Peters 'in het kader van de gewenste dialoog en de gevraagde verantwoording'<sup>5</sup> een regeling voor agendering van vergaderonderwerpen door aandeelhouders voor (aanbeveling 30), een regeling die later in vergelijkbare vorm in artikel 2:114a Burgerlijk Wetboek (BW) wettelijk zou worden voorgeschreven.<sup>6</sup> Het is van belang om op te merken dat deze aanbevelingen van de commissie-Peters er in hoofdzaak op gericht lijken te zijn geweest om de kwaliteit van de gang van zaken tijdens de fysieke aandeelhoudersvergadering te verbeteren.

In de daaropvolgende periode voltrokken zich vele veranderingen in wet- en regelgeving voor wat betreft de inrichting en het functioneren van aandeelhoudersvergaderingen. Vanuit de wetenschap en praktijk werd rond de eeuwwisseling geijverd voor het verbeteren van de mogelijkheden om bij aandeelhoudersvergaderingen op afstand te kunnen stemmen.<sup>7</sup> Doel hiervan was om de participatiegraad van aandeelhouders bij aandeelhoudersvergaderingen te verhogen. Ook de eerste Code, die in 2003 werd vastgesteld, schreef als principe voor dat een beursvennootschap, voor zover het in haar mogelijkheid lag, aandeelhouders in de gelegenheid zou moeten stellen om op afstand te stemmen en om met alle andere aandeelhouders te communiceren (Principe IV.1). De commissie-Tabaksblat, de opsteller van de eerste Code, had aanvankelijk ook een aantal specifieke *best practices* ten aanzien van stemmen op afstand geformuleerd, maar deze waren in de definitieve versie geschrapt omdat naleving ervan niet mogelijk zou zijn totdat de wetgever de hiertoe noodzakelijke wetgeving zou hebben gerealiseerd.<sup>8</sup> Mede in reactie hierop kwam de Wet elektronische communicatiemiddelen bij besluitvorming in rechtsper-

3. Commissie Corporate Governance, *Corporate governance in Nederland: de veertig aanbevelingen*, 25 juni 1997, te raadplegen op <www.corpgov.nl>.
4. Hierover M.J. van Ginneken, *Proxy solicitation voor en door aandeelhouders*, De N.V. 1998, p. 134-141.
5. Commissie-Peters 1997, p. 28.
6. Hierover F.G.K. Overkleef, *Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning*, *Ondernemingsrecht* 2009, nr. 167. Zie recent R.A.F. Timmermans, *Het agenderingsrecht, preferente beschermingsaandelen en oligarchische clausules*, *Ondernemingsrecht* 2012, nr. 121.
7. Zie J.W. Winter, *Grensoverschrijdend stemmen* (oratie Rotterdam), Deventer: Kluwer 2000 en A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang* (oratie Amsterdam VU), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2003.
8. Commissie Tabaksblat, *de Nederlandse Corporate Governance Code: principes en best practices*, 9 december 2003, bron: < www.corpgov.nl >, verantwoording van de commissie, p. 55-56.

sonen tot stand, die op 1 januari 2007 in werking trad.<sup>9</sup> Hiermee werd het mogelijk om via elektronische communicatiemiddelen aan aandeelhoudersvergaderingen deel te nemen (art. 2:117a BW) en om elektronisch te kunnen stemmen voorafgaand aan aandeelhoudersvergaderingen (art. 2:117b BW). In de literatuur is wel gepleit voor een nog verdergaande digitalisering van aandeelhoudersvergaderingen in de vorm van een 'virtuele AVA',<sup>10</sup> maar zover is het (vooralsnog) niet gekomen.

De accentverschuiving van de gedachtewisseling en beraadslaging tijdens de aandeelhoudersvergadering naar communicatie tussen vennootschap en aandeelhouders (of tussen aandeelhouders onderling) en het uitbrengen van stemmen voorafgaand aan een aandeelhoudersvergadering bracht weer een heel eigen dynamiek met zich mee. Enkele jaren geleden werd in de literatuur openlijk de relevantie van de fysieke aandeelhoudersvergadering in het bestel van corporate governance in twijfel getrokken, aangezien de communicatie met en besluitvorming door aandeelhouders in de praktijk voornamelijk buiten de aandeelhoudersvergadering om geschieden (en volgens de schrijvers ook dienden te geschieden).<sup>11</sup> Van de zijde van de institutionele beleggers werd hierop gereageerd met de stelling dat de fysieke aandeelhoudersvergadering nog steeds een wezenlijke functie had als podium voor het afleggen van rekening en verantwoording door bestuurders en commissarissen aan de aandeelhouders. Voor wat betreft het proces van besluitvorming werd echter toegegeven dat de fysieke aandeelhoudersvergadering hoogstens het sluitstuk van de besluitvorming kon vormen en dat de echte discussie over besluitvorming inderdaad voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering plaatsvond. Zowel van de zijde van beursondernemingen alsook van de zijde van aandeelhouders werd expliciet toegegeven dat de fysieke aandeelhoudersvergadering geen plaats meer was waar besluitvorming conform de Wijsmuller-norm tot stand kwam als vrucht van onderling overleg.<sup>12</sup>

Thans zijn er weer nieuwe aandachtspunten en problemen opgedoken. Het stembeleid van institutionele beleggers komt in toenemende mate onder een vergrootglas te liggen, met name voor wat betreft de vraag in hoeverre zij zich bij het uitoefenen van hun stemrechten door de adviezen van stemad-

viesbureaus laten leiden.<sup>13</sup> Ook zijn allerhande initiatieven gepresenteerd dan wel in voorbereiding om 'betrokken aandeelhouderschap' (*stewardship*) te stimuleren, laatstelijk in het nieuwe werkprogramma op het terrein van corporate governance van de Europese Commissie, dat onlangs werd gepubliceerd.<sup>14</sup> Dat voor wat betreft besluitvorming door aandeelhouders het voortraject bij aandeelhoudersvergaderingen belangrijker is dan de beraadslaging en besluitvorming tijdens de aandeelhoudersvergadering zelf lijkt tegenwoordig in brede kring als een *fait accompli* te worden beschouwd. Daarentegen worden aandeelhoudersvergaderingen met name door kleinere (retail)beleggers nog altijd als een belangrijk forum beschouwd voor het informeren van aandeelhouders door de vennootschapsleiding en in het bijzonder voor het kunnen stellen van (kritische) vragen. Illustratief is het recente verzoek van de Vereniging voor Effectenbezitters (hierna: de VEB) aan SNS Reaal N.V. (inmiddels genationaliseerd) om in het licht van de toenmalige berichtgeving over de bank-verzekeraar een bijzondere algemene vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen teneinde de aandeelhouders over de verdere strategie te informeren.<sup>15</sup> Dat expliciet om een vergadering werd gevraagd (en niet bijvoorbeeld om een uitgebreide presentatie op de website of een one-on-one gesprek met vertegenwoordigers van de VEB), wijst erop dat vanuit deze groep beleggers nog altijd waarde wordt gehecht aan de aandeelhoudersvergadering.

## Oproepingstermijn en registratiedatum: de stand van zaken

De aanzet voor de nieuwste ronde in de discussie over de rol van de aandeelhoudersvergadering – zo deze discussie er daadwerkelijk komt – kan worden gevonden in recente ontwikkelingen ten aanzien van de oproepingstermijn voor aandeelhoudersvergaderingen bij beursvennootschappen. Op grond van artikel 2:115 lid 2 BW dient de formele bijeenroeping van de aandeelhoudersvergadering ten minste 42 dagen voorafgaand aan de dag van de vergadering te geschieden. Aan deze termijn van 42 dagen zijn ook de vereisten met betrekking tot de publicatie van de agenda (art. 2:114 BW), alsmede de daarmee gepaard gaande informatieverstrekking aan aandeelhouders (art. 5:25ka Wet op het financieel toezicht (Wft)) gekoppeld. Een met de oproepingstermijn samenhangende figuur is de registratiedatum: een vóór de datum van een aandeelhoudersvergadering gelegen datum die dient om vooraf vast te kunnen stellen welke personen als de stem- en vergadergerechtigden voor die betreffende vergadering hebben te gelden. Op grond

9. Stb. 2006, 525. Zie over het wetsvoorstel R.G.J. Nowak, Het wetsvoorstel elektronische communicatiemiddelen, Ondernemingsrecht 2005, nr. 77 en J.M. de Jongh, Gewijzigd wetsvoorstel elektronische communicatiemiddelen, Ondernemingsrecht 2006, nr. 33.

10. A. van der Krans, De virtuele aandeelhoudersvergadering, Ondernemingsrecht 2007, nr. 87. Zie uitgebreid de gelijkgenaamde dissertatie van Van der Krans, IVO-reeks nr. 64, Deventer: Kluwer 2009.

11. J.S.T. Tiemstra & J. de Keijzer, Algemene vergadering van aandeelhouders: hoeksteen van corporate governance of niet-representatieve formaliteit?, Ondernemingsrecht 2008, nr. 54.

12. R. Abma, Reactie op het artikel van Tiemstra & De Keijzer, Ondernemingsrecht 2008, nr. 55 (met naschrift J. de Keijzer).

13. Zie bijv. M.C. Schouten, Do institutional investors follow proxy advice blindly?, in: The decoupling of voting and economic ownership (diss. Amsterdam UvA), IVO-reeks nr. 88, Deventer: Kluwer 2012, p. 141-167. Zie voorts het meest recente nalevingsrapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance, 13 december 2012, bron: <www.corpgov.nl>, p. 39-42.

14. Hierover in kort bestek F.G.K. Overkleef, Het nieuwe Action Plan op het gebied van het Europese ondernemingsrecht (2012), V&O 2013, p. 5-10.

15. P. Lalkens, VEB vraagt om extra vergadering SNS, Financiële Dagblad 31 december 2012.

van artikel 2:119 lid 2 BW is de termijn voor deze registratiedatum op 28 dagen voor de datum van de aandeelhoudersvergadering bepaald. Zowel de termijn voor oproeping als de termijn voor de registratiedatum is voor het laatst gewijzigd bij de Wet aandeelhoudersrechten,<sup>16</sup> die op 1 juli 2010 in werking is getreden.<sup>17</sup> Directe aanleiding voor de Wet aandeelhoudersrechten was de Europese Richtlijn aandeelhoudersrechten (hierna: de richtlijn), die in 2007 was vastgesteld.<sup>18</sup> Artikel 5 lid 1 van de richtlijn schreef voor beursvennootschappen bepaalde minimumtermijnen voor ten aanzien van de bijeenroeping van aandeelhoudersvergaderingen: ten minste 21 dagen voor de reguliere jaarlijkse aandeelhoudersvergadering met een mogelijkheid voor lidstaten om ten aanzien van bijzondere (niet-reguliere) aandeelhoudersvergaderingen een verkorte oproepingstermijn van 14 dagen voor te schrijven. Tevens verplichtte de richtlijn de lidstaten tot het hanteren van een registratiedatum bij aandeelhoudersvergaderingen van beursvennootschappen. Deze registratiedatum mocht op grond van artikel 7 lid 3 van de richtlijn niet eerder in tijd gelegen zijn dan 30 dagen voorafgaand aan de betreffende aandeelhoudersvergadering, waarbij voorts tussen de minimumoproepingstermijn en de registratiedatum niet minder dan 8 dagen gelegen zouden mogen zijn.

Het wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn werd een jaar later, in augustus 2008, gepresenteerd.<sup>19</sup> In het wetsvoorstel was voorzien in een minimumoproepingstermijn van 30 dagen en een termijn voor de registratiedatum van 21 dagen. Vlak voor de definitieve stemming in de Tweede Kamer werd in december 2009 door SP-Kamerlid Irrgang een amendement ingediend om de termijnen te verlengen tot 42 dagen (oproepingstermijn) en 28 dagen (termijn voor registratiedatum).<sup>20</sup> Blijkens de toelichting was het Irrgang vooral te doen om een verlenging van de termijn voor de registratiedatum. Hij beoogde met een langere registratiedatum het inlenen van aandelen door activistische aandeelhouders (*securities lending*) vlak voor een aandeelhoudersvergadering te bemoeilijken. Hiertoe stelde hij een verhoging van de termijn voor de registratiedatum van 21 naar 28 dagen voor. ('Hoe langer de

registratietermijn is, hoe groter deze [positieve] effecten zullen zijn.<sup>21</sup>) Om te kunnen voldoen aan de door de richtlijn vereiste minimumperiode van 8 dagen tussen oproeping en registratiedatum stelde hij ook voor deze termijn een verhoging voor, van 30 naar 42 dagen. Het betreffende amendement werd uiteindelijk – tot verrassing van velen – door de Tweede Kamer aangenomen.<sup>22</sup>

Bij de behandeling van het wetsvoorstel in de Eerste Kamer werd door leden van het CDA aangevoerd dat de oproepingsstermijn van 42 dagen afbreuk deed aan de slagvaardigheid van Nederlandse beursfondsen in de gevallen waarin besluitvorming van de algemene vergadering is vereist.<sup>23</sup> De toenmalige minister van Justitie stelde in antwoord hierop voor om na de inwerkingtreding van de voorgestelde wijzigingen te bezien hoe de nieuwe regeling in de praktijk zou uitwerken. Hij voegde hieraan toe:

'Mocht de oproepingstermijn tot nijpende problemen leiden, dan kan worden overwogen de oproepingstermijn te herzien. Vanzelfsprekend zullen in dat geval – wederom – de in de richtlijn gestelde grenzen in acht worden genomen.'<sup>24</sup>

Met deze toezegging werd door de Eerste Kamer uiteindelijk genoeg genomen, waardoor het wetsvoorstel nog voor de zomer kon worden goedgekeurd en de Wet aandeelhoudersrechten nog in juli 2010 in werking kon treden.

### De actuele discussie

De aangekondigde herbezinning op de lengte van de oproepingstermijn liet niet lang op zich wachten. In september 2011 kondigde het kabinet-Rutte I reeds het voornemen aan om de termijn voor het bijeenroepen van aandeelhoudersvergaderingen – door het kabinet bestempeld als een 'knelpunt' in de regeldruk – te verkorten en deze meer in lijn te brengen met wat in vergelijkbare Europese landen gebruikelijk is.<sup>25</sup> Dit voornemen ontlokte een negatieve reactie van Eumedion-directeur Abma. Hij stelde dat de stijgende trend voor wat betreft het percentage van uitgebrachte stemmen tijdens de aandeelhoudersvergadering – in 2012 bij AEX-fondsen maar liefst 63,7% tegen 59,1% in 2011 – mede was terug te voeren op de oproepingstermijn van 42 dagen, waardoor aandeelhou-

16. Wet van 30 juni 2010 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht ter uitvoering van richtlijn nr. 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (PbEU 2007, L 184), Stb 2010, 257. Wetsvoorstel behandeld onder Kamerstuknr. 31 746.

17. Hierover M.A.J. Cremers, De Wet aandeelhoudersrechten in de praktijk, TOP 2011, p. 321-325 en J.G. Thijsen & W.T. Bongartz, De nieuwe oproepingstermijn en registratiedatum – enkele praktische beschouwingen, V&O 2010, p. 192-195.

18. Richtlijn nr. 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, PbEU 2007, L 184, p. 17-24.

19. Wetsvoorstel ter implementatie van de EU Richtlijn aandeelhoudersrechten (2007/36 EG) van 20 oktober 2008, Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 1-3. Hierover R.G.J. Nowak, Het wetsvoorstel ter uitvoering van de Shareholders Directive, Ondernemingsrecht 2008, nr. 123.

20. Gewijzigd amendement van Kamerlid E. Irrgang van 2 december 2009, Kamerstukken II 2009/10, 31 746, nr. 16.

21. Ibid., p. 2.

22. B.F. Assink, M.J. Kroeze & M.A. Verbrugh, Kroniek van het vennootschapsrecht, NJB 2010, nr. 781. Zie voorts P.J. Dortmund, M.J. Kroeze & R.G.J. Nowak, De aangenomen amendementen bij de wetsvoorstellen bestuur en toezicht, flexibilisering bv-recht, spreekrecht OR, uitvoeringswet aandeelhoudersrichtlijn en invoeringswet titel 7.13 BW, Ondernemingsrecht 2010, nr. 9.

23. Voorlopig verslag van de vaste commissie van Justitie van 19 februari 2010, Kamerstukken I 2009/10, 31 746, nr. B, p. 2.

24. MvA van de minister van Justitie van 26 april 2010, Kamerstukken I 2009/10, 31 746, nr. C, p. 5.

25. Brief van de minister van EL&I en de staatssecretarissen van Financiën en OCW van 15 september 2011 houdende de kabinetsreactie op de adviezen inzake de topsectoren, Kamerstukken II 2011/12, 32 637, nr. 15, p. 19.

ders sinds het AVA-seizoen 2011 meer tijd hadden om vergaderstukken te bestuderen en om hun stemgedrag te bepalen. Abma waarschuwde ervoor dat een verkorting van de oproepingstermijn deze stijgende participatietrend zou kunnen doorbreken.<sup>26</sup> Aldus bezien zou de voorgenomen verkorting van de termijn het kabinet voor een nieuw dilemma stellen.

Tegen deze achtergrond heeft de Commissie op 16 januari 2013 haar advies over de oproepingstermijn en de registratiedatum voor aandeelhoudersvergaderingen bij beursvennootschappen gepubliceerd. Naar het zich laat aanzien, is het advies uit eigen beweging van de Commissie tot stand gebracht en niet op verzoek. De Commissie begint met de constatering dat Nederland binnen Europa zowel met de oproepingstermijn als met de registratiedatum aanzienlijk langere wettelijke termijnen hanteert dan elders in Europa gebruikelijk is.<sup>27</sup> Ten aanzien van de oproepingstermijn signaleert de Commissie voorts dat de lange termijn van 42 dagen voor een onnodige vertraging zorgt bij de vaststelling van de jaarrekening en in het verlengde daarvan bij het nemen van dividendbesluiten op basis van de vastgestelde jaarrekening. Ook zou de termijn van 42 dagen in spoedeisende gevallen, zoals emissies in het kader van noodzaakfinanciering of het voorzien in een vacature binnen bestuur of RvC, volgens de Commissie een niet te overkomen blokkade kunnen zijn.<sup>28</sup> De Commissie adviseert dan ook om de oproepingstermijn voor aandeelhoudersvergaderingen – zowel reguliere als bijzondere AVA's – tot 21 dagen terug te brengen, zijnde de minimumtermijn onder de richtlijn. Als terugvaloptie oppert de Commissie om de oproepingstermijn voor bijzondere aandeelhoudersvergaderingen tot 21 dagen terug te brengen en de oproepingstermijn voor reguliere vergaderingen op 30 dagen te zetten.

Ten aanzien van de registratiedatum stelt de Commissie een even ingrijpende herziening voor. De Commissie memoreert dat het hanteren van een lange termijn voor de registratiedatum oorspronkelijk was ingegeven door de wens om ongewenste praktijken van activistische beleggers door middel van *securities lending* tegen te gaan, maar stelt vast dat het voor het onderkennen of een marktpartij met het inlenen van aandelen een ongewenste *empty voting*-strategie nastreeft niet noodzakelijk is om de registratiedatum op een zo lang mogelijke termijn te stellen.<sup>29</sup> In dat licht acht de Commissie een termijn van 10 dagen voor de registratiedatum passend.

Het is de vraag wat nu de volgende stap in deze discussie gaat zijn. Inmiddels heeft het kabinet-Rutte I plaatsgemaakt voor kabinet-Rutte II met de PvdA als nieuwe coalitiepartner. Of de PvdA het standpunt van de vorige coalitie deelt dat de huidige oproepingstermijn van 42 dagen een knelpunt in het

bedrijfslevenbeleid is, valt te bezien. In ieder geval zou het kabinet de in 2010 gedane toezegging tot evaluatie van de bij Wet aandeelhoudersrechten verlengde termijnen kunnen aangrijpen om nader onderzoek naar de effecten van deze regelingen te (laten) doen. Zelfs als het kabinet zou concluderen dat geen noodzaak tot aanpassing van de termijnen bestaat, dan zou nog steeds de samenhang tussen enerzijds de termijnen voor oproeping en de registratiedatum en anderzijds andere in Boek 2 BW en de Wft voorgeschreven termijnen mogelijk tot aanpassingen elders aanleiding kunnen geven. Zo zou bijvoorbeeld het reeds door Leijten gesignaleerde probleem van de termijnstelling bij geautoriseerde bijeenroeping (art. 2:110-111 BW) bij beursvennootschappen kunnen worden geadresseerd.<sup>30</sup>

Hoe dan ook is het de moeite waard om de door de Commissie aangedragen argumenten in overweging te nemen. Bij nadere lezing valt op dat de Commissie in de eerste plaats het belang van werkbaarheid van de AVA als besluitvormend orgaan benadrukt. Dit belang komt nadrukkelijk terug in haar tweede argument: als de nood aan de man is, moet de AVA slagvaardig kunnen optreden. Die slagvaardigheid zou uiteraard kunnen zijn gediend bij een verkorting van de termijn tussen bijeenroeping van de vergadering en de vergadering zelf. Het is mogelijk dat bepaalde groepen beleggers, waaronder waarschijnlijk Nederlandse retailbeleggers, ook wel voor een verkorting van de oproepingstermijn zullen voelen. Immers, een kortere oproepingstermijn zou wellicht in de ogen van deze beleggers mogelijk een obstakel voor beursvennootschappen wegnemen om vaker, indien en voor zover daar aanleiding toe bestaat, een bijzondere (informatieve) aandeelhoudersvergadering bijeen te roepen. Het ideaalbeeld van de fysieke aandeelhoudersvergadering als platform voor communicatie tussen ondernemingsleiding en belegger komt zo weer een beetje dichterbij. Het is echter maar de vraag of institutionele beleggers, met name de buitenlandse professionele vermogensbeheerders, dit gevoel zullen delen. Het ligt voor de hand dat het eerder door Abma geformuleerde belang om ruim van tevoren de oproeping en bijbehorende stukken te ontvangen voor hen zwaar zal wegen. Ook kan thans niet goed worden voorspeld in welke richting de discussie over de registratiedatum zich naar aanleiding van het advies van de Commissie zal gaan bewegen. De 180-gradendraai die de Commissie met haar standpunt maakt ten opzichte van het oorspronkelijke amendement-Irrgang laat zien dat over de wenselijkheid van een lange dan wel een korte termijn voor de registratiedatum bepaald verschillend gedacht kan worden. Wellicht is hier in aanvulling op de bevindingen van de Commissie nog een rol voor de wetenschap weggelegd om tot een afgewogen oordeel te komen.

26. R. Abma, Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2012, *Ondernemingsrecht* 2012, nr. 103.

27. Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht 2013, p. 2-3.

28. *Ibid.*, p. 3-4.

29. *Ibid.*, p. 5.

30. A.F.J.A. Leijten, De Wet aandeelhoudersrechten en geautoriseerde bijeenroeping bij beursvennootschappen, *Ondernemingsrecht* 2011, nr. 148.

### **Afronding**

De Commissie heeft met haar advies de handschoen neergelegd. Het wachten is dus op een stellingname van alle betrokken partijen, inclusief de regering. Wellicht is dit een goed moment, althans een goed aanknopingspunt, voor alle partijen om meteen hun wensen en verwachtingen uit te spreken over een meer fundamentele vraag: waarheen met de aandeelhoudersvergadering? Hierin moet geen oproep tot revolutie worden gezien, maar eerder een uitnodiging om te komen tot een gezamenlijke en breed gedragen visie op wat de rol van de fysieke vergadering van aandeelhouders in ons bestel van corporate governance zou moeten zijn. Ook de wijze waarop een en ander in de praktijk moet worden vormgegeven, verdient de aandacht. Of het mogelijk zal blijken om een modus te vinden waarin alle partijen in of rond de aandeelhoudersvergadering op de door hen gewenste wijze ten volste invulling kunnen geven aan hun aandeelhouderschap is op voorhand niet zeker, het is en blijft immers een ingewikkelde puzzel. Toch lijkt een dergelijke exercitie me het proberen waard. Bij een 'niet-representatieve formaliteit'<sup>31</sup> is uiteindelijk niemand gebaat.

---

31. Tiemstra & De Keijzer 2008.