

# Ontwikkelingen in het buitenland

16

## Kroniek van vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware – Deel I

*'The Court of Chancery makes much of our corporate law. The judges of that court perform prolifically and promptly in an extraordinary manner on the ground, daily, as the world's most respected business trial court. My estimate is that the heavy caseload of that court consists of about 75% corporate or business cases, with the remainder being other equally important equity cases. About 85% to 90% of the court's final judgments in corporate cases are never appealed. (...) This phenomenon is a high tribute to that court and is the chief reason that Delaware is the prevailing corporate domicile of choice.'*<sup>1</sup>

### Introductie

1. In deze kroniek zal ik van tijd tot tijd aandacht besteden aan ontwikkelingen in de vennootschapsrechtelijke jurisprudentie van de *Court of Chancery* en de *Supreme Court* van de Amerikaanse staat Delaware.<sup>2</sup> Delaware is binnen het vennootschapsrecht, dat primair op deelstatelijk niveau vorm en inhoud krijgt, zonder twijfel de dominante jurisdictie in de Verenigde Staten. Maar ook daarbuiten wordt acht geslagen op de *corporate case law* uit Delaware. Niet in de laatste plaats in Nederland.<sup>3</sup>

2. In het hiernavolgende drieluik loop ik enkele uitspraken uit Delaware langs die de laatste tijd in Amerikaanse juridische kringen noemenswaardige aandacht hebben gegeneerd.

Volledigheid is simpelweg onhaalbaar. In de woorden van Veasey: 'In the final analysis, the breadth and depth necessary to do justice to a complete jurisprudential retrospective is not practicable in a single law review article. First, the breadth: the reader will see that some of the important cases are not discussed exhaustively; some not at all. Next, the depth: the depth of analysis required to scrutinize the holding and language of

the Supreme Court in each case – and their implications – is simply not practicable in an article.'<sup>4</sup>

De aandacht in deel I gaat uit naar rechtspraak over (1) het gevoerde beloningsbeleid, specifiek de problematiek omtrent *backdated*, *spring loading* en *bullet-dodging options*. In deel II sta ik stil bij rechtspraak over (2) *deal protection measures* en (3) het *shareholder primacy* model en (*deepening*) *insolvency*. Voor het perspectief zal ik dit telkens plaatsen tegen de achtergrond van relevante ontwikkelingen binnen het Nederlandse vennootschapsrecht.<sup>5</sup>

### Luik 1 – Backdated, spring loading en bullet-dodging options

3. Recentelijk is in Nederland de publieke discussie over de beloning van bestuurders weer opgevlamd. Het tumult dat is ontstaan hangt, zo heb ik de indruk, niet alleen samen met de verschuiving van de politieke verhoudingen en de wisseling van de wacht op kabinetsniveau,<sup>6</sup> maar bijvoorbeeld ook met de wijze waarop de overname van ABN AMRO financieel is uitgepakt voor direct betrokken functionarissen.<sup>7</sup> Het gaat dan voor een belangrijk deel om de omvang van de bestuurdersbeloning 'onder de streep' en om de vraag of bestuurders zich door de waardeontwikkeling van aan hen toegekende aandelen- en optiepakketten wellicht laten beïnvloeden bij de vervulling van hun bestuurstaak.<sup>8</sup> Bij dit tumult vallen wel de nodige kanttekeningen te plaatsen.<sup>9</sup>

4. Ik wijs erop dat in enquêterechtspraak het onderwerp van bestuurdersbeloning tot op heden vrij onderbelicht is gebleven. Waar het gaat om toetsing van de door het betreffende vennootschapsorgaan *ex ante* gemaakte afweging omtrent bezoldiging van bestuurders<sup>10</sup> heeft de Ondernemingskamer de indruk gewekt zich enigszins terughoudend te willen opstellen, via de band van de objectieve redelijkheidstoets.

'Ik wijs op de Koninklijke Ahold-beschikking<sup>11</sup> van de Ondernemingskamer: 'Met betrekking tot de met een lid van een raad van bestuur gemaakte belonings- en andere afspraken ter zake van zijn of haar werkzaamheden als lid van die raad geldt dat in beginsel slechts aan de instantie die tot vaststelling van die voorwaarden bevoegd is ter beoordeling staat welke afspraken in het bewuste geval geëigend zijn, zulks met dien verstande dat die instantie vanzelfsprekend een eventueel goedkeuringsrecht van een andere instantie (zoals de algemene vergadering van aandeel-

houders) met betrekking tot onderdelen van die afspraken heeft te eerbiedigen. Voor twijfel aan een juist beleid terzake is dan ook slechts plaats indien sprake is van afspraken die zodanig zijn dat (voorshands geoordeeld moet worden dat) daartoe in redelijkheid

1. E.N. Veasey, 'What happened in Delaware corporate law and corporate governance from 1992-2004? A retrospective on some key developments', *University of Pennsylvania Law Review* 2005, p. 1408. Veasey was van begin 1992 tot begin 2004 *Chief Justice* van de *Supreme Court* van Delaware. Dit artikel biedt een prachtige staalkaart van ontwikkelingen in de Delaware *corporate case law* vanaf 1992.
2. De meer recente uitspraken van de *Court of Chancery* en de *Supreme Court* van Delaware (grootweg vanaf 2000) zijn te vinden op de officiële website van de gerechten van Delaware (<<http://courts.delaware.gov>>). Ik wijs ook op de weblogs van o.a. S.M. Bainbridge (<[www.professorbainbridge.com](http://www.professorbainbridge.com)>), D.G. Smith (<[www.theconglomerate.org/gordon](http://www.theconglomerate.org/gordon)>), F.G.X. Pileggi (<[www.delawarelitigation.com](http://www.delawarelitigation.com)>), L.E. Ribstein (<[www.ideoblog.org](http://www.ideoblog.org)>) en Harvard Law School (<<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov>>). Nieuwe ontwikkelingen worden hier doorgaans snel gesignaleerd en besproken.
3. Illustratief is A-G Timmerman in 4.20 e.v. voor HR 14 september 2007, RO 2007, 84 en JOR 2007/237 (*Versatel*) en in 3.3 e.v. voor HR 13 juli 2007, RO 2007, 69 en JOR 2007/178 (*ABN AMRO*) over 'het vennootschapsrecht van de Verenigde Staten – dat in ieder geval voor beursvennootschappen in belangrijke mate wordt beheerd door het recht van de staat Delaware; tot dit recht beperk ik mij in het vervolg (...)'.  
4. Veasey (2005), 1401.  
5. Deze kroniek is afgesloten per 12 januari 2008.
6. Zie o.a. *Het Financieele Dagblad* van 4 september 2007 ('Bos wil plafond topsalaris') en *Aanhangsel van de Handelingen, Kamerstukken II* 2007/08, nr. 83, p. 177-178 (met daarin de naar aanleiding van de publicatie van 4 september 2007 op 6 september 2007 door een parlementariër van de SP aan minister Bos gestelde vragen en de antwoorden daarop van minister Bos). Ik wijs ook op o.a. het *NRC Handelsblad* van 25 september 2007 ('Exorbitant topsalaris remt groei').
7. Zie o.a. het *NRC Handelsblad* van 17 oktober 2007 ('Kamer houdt spoeddebat over 'bonus' van Groenink'). De commotie over de beloning die de topman van Koninklijke Numico N.V. ten deel is gevallen laat ik dan nog buiten beschouwing. Zie o.a. *Het Financieele Dagblad* van 11 juli 2007 ('De salarisstroom van Jan Bennink').
8. Zie o.a. *Het Financieele Dagblad* van 17 oktober 2007 ('Kamer wil actie tegen excessieve beloningen').
9. Waaronder juridisch-inhoudelijke. Deze kroniek biedt niet de mogelijkheid hierop dieper in te gaan.
10. Zie art. 2:135/245 BW.
11. Ok 6 januari 2005, JOR 2005/6 (*Koninklijke Ahold*), r.o. 3.66.

niet gekomen had kunnen komen.<sup>12</sup>

Draait het meer om de (on)toelaatbaarheid van met bestuurders getroffen afvloeiingsregelingen<sup>13</sup> of de (on)toelaatbaarheid van wijzigingen van (arbeids)overeenkomsten met functionarissen van de vennootschap vanwege een overnamegevecht<sup>14</sup>, dan lijkt de Ondernemingskamer een wat minder bescheiden benadering te – willen – hanteren. Hoe dan ook, men hoeft geen voorspellende gave te hebben, gelet ook op het tumult van de laatste tijd, om te durven voorspellen dat de lijnen van het (niet on)aanvaardbare in dit verband in de niet al te verre toekomst beter zullen worden afgekrijt binnen de kaders van het enquêterecht.<sup>15</sup> Waar de grenzen zich zullen bevinden zal wel mede worden gekleurd door de wijze waarop met deze materie is omgegaan door de Monitoring Commissie Corporate Governance in haar (voortgangs)rapportage van 19 december 2007.<sup>16</sup>

5. Ook in Delaware is het rumoer over de beloning van bestuurders de laatste tijd toegenomen. Ook daarbij spelen de aan bestuurders toegekende optiepakketten een voornamelijk rol. Maar anders dan in Nederland vertaalt deze ontwikkeling zich wel in rechtspraak (van de *Court of Chancery* van Delaware), en gaat het daarbij juist niet om de hoogte van de bestuurdersbeloning 'onder de streep' of om de financiële uitwerking van toegekende aandelen- en optiepakketten voor functionarissen en de wijze waarop zij hun taak vervullen. Het gaat vooral om de (on)toelaatbaarheid van de wijze waarop opties worden toegekend aan bestuurders. Juist op dit gebied zijn recentelijk enkele lijnen getrokken door de *Court of Chancery* van Delaware. Voordat ik deze nieuwe lijnen in beeld breng belicht ik welke lijnen in rechte al getrokken waren.

6. Duidelijk was al dat het door het bestuur gevoerde beloningsbeleid ten aanzien van *managers/niet-bestuurders*, in beginsel, door de rechter wordt getoetst aan de hand van de bestuursvriendelijke *business judgment rule*.<sup>17</sup> Dan geldt het vermoeden dat het bestuur bij het maken van de zakelijke beleidsafweging omtrent het beloningsbeleid conform zijn fiduciaire plichten heeft gehandeld, waarbij het in de kern gaat om de *duty of loyalty* en de *duty of care*.<sup>18</sup>

Na gedurende ruim 13 jaar (1993-2006) bij herhaling te hebben verwezen naar de *duty of loyalty*, de *duty of care* en de *duty of good faith* als de *triad of primary fiduciary duties* die rusten op het bestuur, huldigt de *Supreme Court* van Delaware sinds *Stone v. Ritter*<sup>19</sup> weer het tra-

ditionele standpunt dat de *duty of loyalty* en de *duty of care* de primaire fiduciaire plichten zijn die rusten op het bestuur, waarbij zij aangetekend dat het vereiste van subjectieve *bona fides* (i.e. de *duty of good faith*) deel uitmaakt van de – bredere – *duty of loyalty*.<sup>20</sup>

Wordt het bestuur niet geraakt door een substantieel tegenstrijdig belang en handelt hij niet *prima facie* subjectief te kwader trouw, dan is het buitengewoon moeilijk om het bestuurlijk gedrag omtrent de zakelijke beleidsafweging met succes aan te vechten tegenover de rechter, door schending aan te tonen van de *duty of loyalty* (door het ontbreken van subjectieve *bona fides*) en/of de *duty of care* (door een grof nalatige voorbereiding).

Aardig is in dit verband het volgende citaat van de *Court of Chancery* van Delaware uit *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, LLP*:<sup>21</sup> '(...) business failure is an ever-present risk. The business judgment rule exists precisely to ensure that directors and managers acting in good faith may pursue risky strategies that seem to promise great profit. If the mere fact that a strategy turned out poorly is in itself sufficient to create an inference that the directors who approved it breached their fiduciary duties, the business judgment rule will have been denuded of much of its utility. Precisely because the business judgment rule serves an important purpose, our law requires that a plaintiff plead facts supporting an inference that directors committed a cognizable breach of duty. To state a claim for gross negligence, a complaint might allege, by way of example, that a board undertook a major acquisition without conducting due diligence, without retaining experienced advisors, and after holding a single meeting at which management made a cursory presentation. To state a claim of disloyalty, a complaint might allege that a board undertook an acquisition of a company controlled by one of its directors because that director was having financial problems and the board, in bad faith, decided to prefer his interests to that of the company. What a plaintiff may not do, however, is simply allege that a majority independent board undertook a business strategy that was 'all consuming and foolhardy' and that turned out badly and thereby seek to have the court infer that the later failure resulted from

a grossly deficient level of effort or from disloyal motives.'

Aan een inhoudelijke objectieve redelijkheidstoets komt de rechter dan, in beginsel, bijvoorbeeld niet toe; de buitengrens van de *business judgment rule* is in dat opzicht de veel beperktere *any rational business purpose* maatstaf.

12. Zie echter H. Mees in het *NRC Handelsblad* van 9 februari 2007 ('Besluiten in vrijetijdskleding') over haar bezoek aan de voorzitter van de Ondernemingskamer (voor 'een kopje thee', naar aanleiding van Ok 17 januari 2007, *RO* 2007, 26, *JOR* 2007/42 (Stork)): 'Toen rechter Willems mij twee uur later naar de deur begeleidde, voorspelde ik hem internationale roem als hij werkelijk de hoogte van bestuurdersbeloningen in Nederland zou gaan toetsen. Ik geloof niet dat hij dat een onaantrekkelijk vooruitzicht vond.' Gaat de Ondernemingskamer daartoe inderdaad over dan begeeft zij zich al snel op een gevaarlijk hellend vlak.
13. Vgl. Ok 2 september 2004, *JOR* 2004/271 (Getronics), r.o. 3.38.
14. Vgl. Ok 22 maart 2002, *JOR* 2002/ 82 (Rodamco North America), r.o. 3.23 e.v. (welk oordeel in stand is gelaten in HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (Rodamco North America), r.o. 3.19 e.v.). Hier speelt in wezen wat in Delaware als de *golden parachute*-problematiek wordt geduid. Vgl. o.a. *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.*, 559 A.2d 1261 (Del. 1989) over 'various anti-takeover measures, including new lucrative severance contracts, known as 'golden parachute' agreements, for several top executives in the event of a hostile takeover' en *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986): 'In the takeover context 'golden parachutes' generally are understood to be termination agreements providing substantial bonuses and other benefits for managers and certain directors upon a change in control of a company'.
15. Ik wijs op Ok 10 januari 2008, Rekestnummer 872/2007 (PCM Holding), r.o. 3.25.
16. Zie <[www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl)>. De inhoud van dat rapport laat ik vanwege ruimtegebrek verder daar, maar ik wijs wel op Principe II.2 en de daarbij horende *best practices* bepalingen van de Nederlandse *corporate governance code* over de bezoldiging van bestuurders, alsmede op pagina's 75 e.v. van voornoemd rapport en – ter illustratie – het *NRC Handelsblad* van 19 december 2007 ('Commissie-Frijns wil geen ingrepen in topbeloningen' en 'Kabinet zet fiscale aanpak topinkomens door').
17. Zie over de anatomie van deze rechtsfiguur o.a. A-G Timmerman in 3.3 e.v. voor HR 13 juli 2007 (ABN AMRO) en B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag* (diss.), Deventer: Kluwer 2007, p. 225-384.
18. Zie over deze fiduciaire plichten o.a. Assink (2007), p. 149 e.v., p. 195 e.v.
19. *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006).
20. Zie o.a. Assink (2007), p. 204 e.v.
21. *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, LLP*, 906 A.2d 168 (Del. Ch. 2006). Op deze uitspraak kom ik in het derde luik nog terug.

waarbij in wezen slechts wordt getoetst of de vereiste subjectieve goede trouw niet afwezig is.

Zoals *Chancellor Chandler* overweegt in *In re InfoUSA, Inc. Shareholders Litigation*<sup>22</sup>: 'Sensational allegations may be grist for the mill of business journalists, but a Court cannot declare a grant of executive compensation to be excessive without immediately inviting the subsequent question: 'How much is too much?' The answer to that question depends greatly upon context. The acumen of the business executive, the competitive environment in the industry, and the recruitment and retention challenges faced by a hiring corporation all bear heavily on the appropriate level of compensation. 'How much is too much?' is a question far better suited to the boardroom than the courtroom. (...) The value of assets bought and sold in the marketplace, including the personal services of executives and directors, is a matter best determined by the good faith judgments of disinterested and independent directors, men and women with business acumen appointed by shareholders precisely for their skill at making such evaluations. The Court of Chancery does not safeguard shareholders by substituting the opinion of a judge for that of a business person merely because a plaintiff shows up at the courthouse asking for relief. Rather, a judge does his duty by ensuring that business decisions, whatever their merit, were undertaken by a director without consideration of his self-interest or for the sake of some third-party.'<sup>23</sup>

De bepaling van vorm en inhoud van de beloning is daardoor, zeer bijzondere omstandigheden daargelaten, in wezen voorbehouden aan het bestuur.<sup>24</sup> De eisende partij wacht dan, zacht gezegd en gelet op de grote mate van bestuurlijke beleidsvrijheid<sup>25</sup>, een *uphill battle*.

Deze realiteit wordt geïllustreerd door de saga rondom The Walt Disney Corporation, die in 1998 startte en - na diverse tussentijdse uitspraken - culmineerde in uitspraken in 2005 en 2006 van de *Court of Chancery* en de *Supreme Court* van Delaware.<sup>26</sup> De bestuurders ontkwamen aan persoonlijke aansprakelijkheid jegens de vennootschap, ondanks een niet erg nauwgezet voorbereide zakelijke beleidsafweging, waarbij aan een *manager*

niet-bestuurder van de vennootschap - die zijn sporen binnen de vennootschap bepaald niet had verdiend - op basis van het eerder overeengekomen beloningsarrangement uiteindelijk ongeveer USD 140 miljoen aan 'gouden handdruk' werd meegegeven. Van een substantieel tegenstrijdig belang was geen sprake, terwijl de bestuurders subjectief te goeder trouw waren en zij de zakelijke beleidsafweging niet dusdanig slordig hadden voorbereid dat sprake was van grove nalatigheid, aldus de rechter.

Als bestuurders de beloning van één of meer bestuurders vaststellen<sup>27</sup> zullen de zaken nogal eens anders liggen, vanwege het dan sneller aanwezige substantieel tegenstrijdig belang. Kunnen de beslissende bestuurders niet worden gezien als neutrale beslissers, bijvoorbeeld omdat zij hun eigen beloning vaststellen, dan dient de rechter, in beginsel, voor het bestuur strenger te toetsen op basis van de *entire fairness* maatstaf (i.e. objectieve volledige billijkheid).<sup>28</sup> Het is dan aan het bestuur de objectieve volledige billijkheid jegens de vennootschap van de zakelijke beleidsafweging aan te tonen. De rechter zal dit meticuleus en met argusogen bekijken.<sup>29</sup>

7. Duidelijk was ook al dat de eventuele persoonlijke - financiële - belangen van bestuurders tijdens een overnamegevecht meespelen in de wijze waarop het bestuurlijk gedrag dan door de rechter wordt getoetst, eveneens in het licht van de op het bestuur rustende fiduciaire plichten. Hebben deze persoonlijke belangen een dusdanig karakter dat het bestuur geacht moet worden daadwerkelijk te zijn geraakt door een substantieel tegenstrijdig belang, dan is in beginsel de voor het bestuur strenge *entire fairness test* van toepassing.

Het is de vraag of reeds toegekende optiepakketten daarbij gemakkelijk een factor van belang kunnen zijn, omdat een rechtens relevant tegenstrijdig belang - of: *interestedness* - bij herhaling zo is gedefinieerd dat de bestuurder dan aan beide zijden van de transactie moet staan of een noemenswaardig persoonlijk voordeeltje moet opstrijken dat niet ook de vennootschap/aandeelhouders ten deel valt.<sup>30</sup> Het eerste geval doet zich dan niet voor. Bij een stijgende koers zal het eventuele voordeeltje dat de bestuurder onder zijn optiepakketten opstrijkt (i.e. de waardeverhoging van de met het optiearrangement corresponderende aandelen) doorgaans ook de aandeelhouders ten deel vallen.

Het tweede geval doet zich dan welbeschouwd evenmin voor.

Deze maatstaf wordt ook geactiveerd - want van *interestedness* is ook sprake - wanneer duidelijk is dat het bestuur zich primair of zelfs alleen laat leiden door handhaving van de bestuurspositie en niet door het belang van de vennootschap (i.e. door *entrenchment motives*).<sup>31</sup> Doet een substantieel tegenstrijdig belang zich niet voor, wat doorgaans het geval is, dan geldt een wat bestuurdersvriendelijker regime wanneer de bestuurders een beschermingsmaatregel treffen ter afwering van een vijandige overname of juist aansturen op - kort gezegd - een *sale of control* in de vennootschap. Dat regime (i.e. *enhanced scrutiny*) komt in

22. *In re InfoUSA, Inc. Shareholders Litigation*, 2007 WL 2332543 (Del. Ch. 2007).
23. Zie over dit mechanisme o.a. Assink (2007), p. 233 e.v.
24. Vgl. o.a. *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000): '(...) a board's decision on executive compensation is entitled to great deference. It is the essence of business judgment for a board to determine if 'a particular individual warrant[s] large amounts of money, whether in the form of current salary or severance provisions.'
25. Zie over de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag o.a. Assink (2007), p. 14 e.v.
26. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005) en *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006). Zie de uitgebreide besprekingen van deze uitspraken door M.Ch. Schouten in *Ondernemingsrecht* 2006, 39, p. 122 e.v., *Ondernemingsrecht* 2006, 167, p. 520 e.v.
27. Dat kan in Delaware getuige *Section 141(h) Delaware General Corporation Law*: 'Unless otherwise restricted by the certificate of incorporation or bylaws, the board of directors shall have the authority to fix the compensation of directors.' Vgl. in Nederland echter art. 2:135/245 BW.
28. Vgl. o.a. *Telxon Corp. v. Meyerson*, 802 A.2d 257 (Del. 2002): 'Like any other interested transaction, directoral self-compensation decisions lie outside the business judgment rule's presumptive protection, so that, where properly challenged, the receipt of self-determined benefits is subject to an affirmative showing that the compensation arrangements are fair to the corporation.' Zie o.a. Assink (2007), p. 246 e.v., p. 328 e.v.
29. Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999) onder verwijzing naar *Nixon v. Blackwell*, 626 A.2d 1366 (Del. 1993): '(...) entire fairness review invokes a standard so exacting that it ordinarily, but not invariably, results in a finding of liability'.
30. Vgl. o.a. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984).
31. Vgl. o.a. *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.*, 891 A.2d 150 (Del. Ch. 2005) over het vereiste van 'a primary or sole purpose to entrench'.

wezen neer op een tweeledige objectieve redelijkheidstoets, waarbij de stel- en bewijsplicht rust op het bestuur.

Gezegd zou kunnen worden dat de toetsing aan volledige billijkheid dan 'verwatert' tot een toetsing aan volledige redelijkheid, hetgeen meer beleidsvrijheid voor het bestuur impliceert.

Dit is altijd nog strenger voor het bestuur dan de *business judgment rule*, die dan normaliter niet direct van toepassing is vanwege de aan deze gevallen inherent geachte *mogelijkheid* van een tegenstrijdig belang, maar pas wanneer het station van *enhanced scrutiny* is gepasseerd.<sup>32</sup> Voorzover ik kan overzien is van aantasting van reeds toegekende optiepakketten tijdens een overnamegevecht – bijvoorbeeld door 'bevriezing' van de waarde ervan – geen sprake in Delaware. Dit kan anders zijn wanneer deze regeling zelf – een deel van – een ontoelaatbaar geachte beschermingsconstructie vormt.<sup>33</sup>

8. Betrekkelijk nieuw is de aandacht die is ontstaan voor het fenomeen dat inmiddels *backdated options* is gaan heten. De vennootschapsrechtelijke jurisprudentie dienaangaande is bepaald nog niet uitgekristalliseerd.

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Brandon v. Deason*<sup>34</sup>: 'The defendants' argument that all the legal nuances associated with options backdating are crystalline is a bit sophomoric, considering that only three Delaware cases have dealt substantially with the issue to date' en in *Ryan v. Gifford*<sup>35</sup>: 'The allegations in this case involve backdating option grants and whether such practice violates one or more of Delaware's common law fiduciary duties. This question is one of great import to the law of corporations. It encompasses numerous issues, including the propriety of this type of executive compensation, requisite disclosures that must accompany such compensation, and the legal implications of intentional non-compliance with shareholder-approved plans (if such practices are deemed non-compliant), to name only a few. Investors are challenging this very practice in many courts throughout the United States, including this Court. Delaware courts have not as yet addressed these fundamental issues.'<sup>36</sup>

Bij *backdated options* gaat het, kort gezegd en zoals de naam al doet vermoeden, om gevallen waarin de vennoot-

schap in werkelijkheid later in tijd opties toekent aan een functionaris dan de dag waarop de opties op papier lijken te zijn toegekend. Door de toekenningsdatum te antedateren wordt de uitoefenprijs van de opties, die doorgaans is gekoppeld aan de actuele waarde van de onderliggende aandelen op de toekenningsdatum, met wijsheid achteraf vastgesteld op een lagere koers dan de koers van het werkelijke moment van toekenning. Door deze manipulatie ontstaat in de regel een kunstmatig voordeel voor de functionaris, omdat zijn opties direct meer waard zijn. Vaak bepalen de optieregelingen van de vennootschap dat opties alleen toegekend mogen worden tegen de 'fair market value on the date on which the option is granted by the board.' Daarmee wordt dan in strijd gehandeld. Wanneer deze praktijk ook nog eens wordt versluierd in de jaarstukken en/of de door de vennootschap anderszins openbaar gemaakte informatie dienaangaande misleidend is, zal zich daarnaast een schending voordoen van 'many state and federal common and statutory laws that prohibit dissemination of false and misleading information.'<sup>37</sup>

9. Varianten op *backdated options* zijn, in kleurrijke termen, *spring loading options* en *bullet-dodging options*.<sup>38</sup> Bij de eerste variant gaat het om de toekenning van opties tegen een marktconforme uitoefenprijs, maar op een moment waarop de vennootschap wetenschap heeft van nog niet openbaar gemaakte en voor de vennootschap positieve 'material information' die de waarde van de opties bij openbaarmaking hoogstwaarschijnlijk rap zal doen stijgen. Bij de tweede variant gaat het om de toekenning van opties tegen een marktconforme uitoefenprijs, maar vlak na openbaarmaking door de vennootschap van voor haar negatieve informatie, zodat de functionaris gebruik kan maken van de daardoor veroorzaakte lage uitoefenprijs.<sup>39</sup>

10. In – van oud naar nieuw – *Ryan v. Gifford*, *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation* en *Desimone v. Barrows*<sup>40</sup> heeft de *Court of Chancery* van Delaware deze problematiek vooral in de sleutel geplaatst van de op het bestuur rustende *duty of good faith* (en daarmee de *duty of loyalty*). Het is lastig om algemene regels uit deze uitspraken te destilleren, mede gelet op het voorlopige karakter van de oordelen van de rechter en de complexiteit van de feitenkaders. Duidelijk is wel dat de beschermende werking van de *business judgment rule* in de context van het gevoerde beloningsbeleid zeker niet onbegrensd is.

Zoals *Chancellor Chandler* verzucht

in *Ryan v. Gifford*: 'I am unable to fathom a situation where the deliberate violation of a shareholder approved stock option plan and false disclosures, obviously intended to mislead shareholders into thinking that the directors complied honestly with the shareholder-approved option plan, is anything but an act of bad faith. It certainly cannot be said to amount to

32. Deze benadering wordt daarom ook wel de *enhanced business judgment rule* genoemd. Zie o.a. A-G Timmerman in 3.12 e.v. voor HR 13 juli 2007 (ABN AMRO) en Assink (2007), p. 256 e.v., p. 342 e.v.
33. Zie noot 14 hiervoor over de *golden parachute*-problematiek.
34. *Brandon v. Deason*, C.A. No. 2123 (Del. Ch. 2007).
35. *Ryan v. Gifford*, 918 A.2d 341 (Del. Ch. 2007).
36. Zie o.a. L.E. Ribstein op <www.ideo-blog.org>, met vele verwijzingen naar de polemiek in de literatuur en de pers, en op <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov> d.d. 22 december 2006 ('Lucky CEO's and directors: how serious is the problem?'). Ribstein vindt de opwinding die is ontstaan over dit onderwerp wat overtrokken. Zie o.a. <www.ideo-blog.org> d.d. 27 december 2007 ('A Minnesota federal court's mushy backdating opinion'): '(...) the courts generally have displayed a willingness to focus on the precise issue and not get carried away by press-wrought emotion. As previously discussed on this blog, backdating is basically a disclosure problem which has inappropriately destroyed careers and exacerbated the 'corporate crime lottery'. Een mooi overzicht van hieraan gerelateerde schikkingen en rechtspraak buiten Delaware is te vinden op de *weblog* <www.dandoddiary.blogspot.com> d.d. 28 oktober 2007 ('The list: options backdating settlements, dismissals and denials').
37. *Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Countrywide Financial Corporation*, 2007 WL 2896540 (Del. Ch. 2007).
38. Vgl. o.a. *Desimone v. Barrows*, C.A. No. 2210 (Del. Ch. 2007) over 'some of the new jargon that has entered the corporation law lexicon as a result of the ongoing stock option controversy'. Het vennootschapsrecht van Delaware kent betrekkelijk veel kleurrijke termen, niet in de laatste plaats in de context van beschermingsconstructies. Zie o.a. Assink (2007), p. 344-345.
39. Vgl. o.a. *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation*, C.A. No. 1106-N (Del. Ch. 2007).
40. *Ryan v. Gifford* (Del. Ch. 2007), *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2007) en *Desimone v. Barrows* (Del. Ch. 2007). Laatstgenoemde uitspraak wordt zwaar bekritiseerd door de Amerikaanse hoogleraar vennootschapsrecht J.R. Brown op de *weblog* <www.theacetothetobottom.org> d.d. 18 juli 2007 ('Desimone and the struggle to validate backdating'), 17 juli 2007 ('Backdating and the result oriented reasoning of Desimone v. Barrows') en 16 juli 2007 ('Desimone v. Barrows: backdating, spring loading and the imposition of a scienter standard' en 'Desimone, backdating, and the use of bench trials on motions to dismiss').

faithful and devoted conduct of a loyal fiduciary. Well-pleaded allegations of such conduct are sufficient, in my opinion, to rebut the business judgment rule and to survive a motion to dismiss.'

Het onderscheidende punt in deze context is wellicht dat het ontbreken bij het bestuur van de vereiste subjectieve *bona fides* (of: schending van de *duty of good faith*) dan wat gemakkelijker aanneemelijk te maken valt voor de eisende partij, vergeleken met gevallen waarin het primair gaat om meer discretionaire/commerciële/strategische aspecten zoals de hoogte van beloningen<sup>41</sup>, al blijft de stel- en bewijsplicht een niet onaanzienlijke hobbel.

11. Nog even terug naar Nederland. *Backdated options*-achtige gevallen hebben zich bij mijn weten in de enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer – nog – niet voorgedaan, maar dit neemt niet weg dat aanknopingspunten te vinden zijn voor de wijze waarop met deze problematiek kan worden omgegaan.

Het enige verwante geval dat ik kon vinden betreft een *strafzaak* omtrent gesjoemel bij toekenning van opties aan functionarissen van een vennootschap, wat sterke verwantschap vertoont met de *backdated options* problematiek.<sup>42</sup>

Zo is al enige tijd duidelijk dat het desbewust versluieren van de werkelijke stand van zaken in jaarstukken 'wanbeleid' ex art. 2:355 lid 1 BW kan opleveren. Het lijkt me stug dat het daarbij alleen kan gaan om versluiering van 'het belangrijke negatieve resultaat van de eigenlijke bedrijfsvoering'<sup>43</sup> en niet, bijvoorbeeld, om de problematiek van *backdated options*.<sup>44</sup> Uit recentere ontwikkelingen valt af te leiden dat opzettelijke en/of herhaaldelijke verschaffing van onjuiste informatie aan de algemene vergadering van aandeelhouders eveneens spoedig de (dis)kwalificatie 'wanbeleid' zal rechtvaardigen.<sup>45</sup> Kort en goed: in dergelijke gevallen hebben ontevreden aandeelhouders die bij de Ondernemingskamer aankloppen in beginsel een sterke zaak.

Bastiaan F. Assink

41. Vgl. o.a. reeds *Saxe v. Brady*, 184 A.2d 602 (Del. Ch. 1962): 'A court is confronted with inherent difficulties in determining whether payments for services are 'reasonable' or 'excessive'. The value of services is obviously a matter of judgment on the part of the person who must pay for them. Thus, courts are often shielded by presumptions which wisely cause them to defer to deci-

sions of directors or stockholders. Nevertheless, (...) compensation payments may grow so large that they are unconscionable' en recenter *White v. Panic*, 783 A.2d 543 (Del. 2001): 'The standards for corporate waste and bad faith by the board are similar. To prevail on a waste claim or a bad faith claim, the plaintiff must overcome the general presumption of good faith by showing that the board's decision was so egregious or irrational that it could not have been based on a valid assessment of the corporation's best interests. (...) As a practical matter, a stockholder plaintiff must generally show that the board 'irrationally squander[ed]' corporate assets – for example, where the challenged transaction served no corporate purpose or where the corporation received no consideration at all.'

42. Ik doel op Rechtbank Amsterdam 29 november 2004, LjN AR6577 <<http://ijn.rechtspraak.nl>>. In Hof 's-Hertogenbosch 15 juni 2004, LjN AQ5636 <<http://ijn.rechtspraak.nl>> (*Berghuizer Papierfabriek/Schwandt*) vonden ook onregelmatigheden met betrekking tot opties plaats, maar op een andere wijze.
43. Ok 7 december 1989, NJ 1990, 242 (VBB), r.o. 4.9.3.9.
44. Ik wijs ook op art. 2:135 BW *juncto* art. 2:383c-e BW.
45. HR 21 februari 2003, NJ 2003, 181 (VIBA), r.o. 3.4.3 en HR 21 februari 2003, NJ 2003, 180 (HBC), r.o. 6.8.2. Zie o.a. Assink (2007), 526-531.

## Berichten

### Verschenen uitgaven

3 17

M.L.H. Reumers, *Samengevoegde afwikkeling van faillissementen*, Serie Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 61, 584 p., € 79,50, ISBN 978 90 1304992 3.

H. Beckman, H.L. Kaemingk, Ch.E. Honée, L. Timmerman, A.F. Verdam, M.J. Kroeze, J.B. Wezeman, B. Bier, J.W. Winter, M.W. den Boogert, *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Serie Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 57, 180 p., € 39,25 (abonnees 20% korting), ISBN 978 90 1304928 2.