

De veranderende positie van de beursvennootschap

Bas Steins Bisschop en Tjalling Wiersma

SAMENVATTING De huidige teruggang in de economie veroorzaakt ingrijpende wijzigingen in het ondernemingsklimaat voor beursgenoteerde ondernemingen. Onderbelicht is echter dat ook andere factoren die veranderingen beïnvloeden. Er is sprake van institutionele wijzigingen in de opvattingen omtrent corporate governance, opgevat als 'goed bestuur'. Deze wijzigingen leiden tot gewijzigd ondernemingsgedrag, aanpassingen in de wet- en regelgeving en veranderende tendensen in de rechtspraak. De auteurs bespreken deze institutionele wijzigingen vanuit een juridisch gezichtspunt en belichten de strategische kwetsbaarheid van, met name, de kleinere en middelgrote beursgenoteerde ondernemingen.

1 Inleiding

Het economische tij van de laatste anderhalf jaar noodzaakt vele van de op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen tot een heroverweging van de ratio van hun notering. Voor die ondernemingen geldt bovendien dat de toegang tot indexen en bepaalde 'beleggingsmandjes' wordt bemoeilijkt door de fusie tussen de beurzen van Amsterdam, Brussel en Parijs, welke fusie onder meer tot effect heeft dat de bestaande liquiditeit van een aandeel kan verminderen. Door die oorzaken ondervinden vele

Prof. Mr. B.T.M. Steins Bisschop is advocaat te Den Haag en hoogleraar recht aan de Universiteit Nyenrode. Zijn praktijk is gericht op het (strategisch) adviseren van ondernemingen op het gebied van beursnoteringen, corporate governance en fusies en overnames.

Mr. C.T. Wiersma is bij NautaDutilh te Amsterdam als advocaat werkzaam in de financieringspraktijk, met name op het gebied van securitisation.

van de kleinere en middelgrote vennootschappen druk op de beurskoers. Een (te) lage beurskoers maakt het onmogelijk om nieuw kapitaal via de beurs aan te trekken, bijvoorbeeld in het kader van overwogen acquisities, en kan ertoe leiden dat de onderneming een overnameprooi wordt op een moment dat het bestuur dat niet wenselijk acht.

Ten tijde van het afsluiten van dit artikel, september 2002, is sprake van een sluipende doch zeer diep ingrijpende beurscrisis. De verdere duur of misschien zelfs intensivering ervan kan niet worden voorzien of voorspeld, hetgeen de actualiteit en ernst van de in deze bijdrage beschreven juridische ontwikkelingen aangaande beursvennootschappen en de markten waarin zij zich bewegen, benadrukt.

Vele Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen zullen dus opnieuw de voor- en nadelen van een beursnotering moeten afwegen¹. In een aantal gevallen zou die afweging tot de conclusie kunnen leiden dat van de notering dient te worden afgezien, of dat het risico van een ongeïnviteerde overname² onder ogen moet worden gezien. Niet alleen de beurscrisis noopt tot strategische overwegingen. Ook het veranderende denken over de rol en verantwoordelijkheid van de beursvennootschap, én van haar organen en andere 'stakeholders', alsmede het voortschrijdend inzicht aangaande 'corporate governance' nopen tot herziening of verfijning van bestaande strategieën.

In dit artikel zullen wij de juridische aspecten die bij die afwegingen in overweging dienen te worden genomen, nader belichten. Wij zullen daartoe in paragraaf 2 nader ingaan op de betekenis van de beursnotering. In paragraaf 3 zullen wij het moderne begrip 'corporate governance', welk begrip in juridische zin bepaald verduidelijking behoeft, in perspectief plaatsen door de betekenis van de term in juridische zin te duiden, en in dat verband met name maatschappelijk ondernemen, het ontstaan van Euronext en het moderne aandeelhoudersactivisme bespreken. In paragraaf 4 zullen wij enige opmerkelijke ontwikkelingen op het

gebied van wet- en regelgeving bespreken. In paragraaf 5 schetsen wij enige ontwikkelingen in de rechtspraktijk, waarmee corporate governance in de praktijk ook juridisch gestalte krijgt. Onze conclusies geven wij in paragraaf 6.

2 De beursnotering

Door te ondernemen in de vorm van een NV of BV beperkt de ondernemer zijn financiële aansprakelijkheid als regel tot zijn kapitaalbijdrage. Dit eenvoudig klinkende uitgangspunt kent een opmerkelijke historie die begon in 1602 bij de oprichting van de Verenigde Oost-Indische Compagnie, en vormt tot de dag van vandaag vrijwel ongewijzigd het fundament van het westerse kapitalistische stelsel³. Bij oprichting van een naamloze vennootschap vindt er tussen de kapitaalverschaffers en de vennootschap een ruil plaats⁴. De aandeelhouders zijn bereid kapitaal aan de vennootschap te verschaffen en in ruil daarvoor dienen zij in staat te worden gesteld om over de vennootschap en de door haar gedreven onderneming blijvend controle uit te oefenen. Deze controle vindt plaats door middel van het gebruik van de wettelijke kernrechten die dwingendrechtelijk aan de aandeelhouders worden toegekend. Zo kunnen de kapitaalverschaffende aandeelhouders de spelregels binnen de vennootschap bepalen op grond van hun exclusieve recht de statuten vast te stellen en te wijzigen. Voorts bepalen zij de kapitaalstructuur van de vennootschap, omdat de aandeelhoudersvergadering gerechtigd is te besluiten tot de uitgifte van aandelen. De aandeelhoudersvergadering bepaalt de ondernemingsresultaten door de bevoegdheid tot het vaststellen van de jaarrekening. De controle over het beleid ligt bij de aandeelhoudersvergadering, omdat dit orgaan (in beginsel) beslist over de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen. 'In beginsel', omdat de belangrijkste uitzondering op deze regel wordt gevormd door het Nederlandse wettelijke structuurregime, dat bepaalt dat deze belangrijke bevoegdheid toekomt aan de Raad van Commissarissen en dat de invloed van de aandeelhoudersvergadering daarop minimaal is.

Op het niveau van de vennootschap ontstaat aldus een gesloten systeem. Eenmaal opgericht en gekapitaliseerd kan de vennootschap zelfstandig aan het maatschappelijk verkeer deelnemen en haar onderneming drijven. Wanneer een onderneming vervolgens groeit, kan die groei vaak slechts verder gaan wanneer sprake is van aanvullend kapitaal. De aandeelhouders kunnen niet worden gedwongen tot een dergelijke aanvullende financiering. Hun verplichtingen zijn immers beperkt

tot inleg van het genomen kapitaal. Aanvullende financiering door middel van vreemd vermogen kent echter beperkingen. De publieke kapitaalmarkt biedt in dergelijke situaties uitkomst. Door gebruik van het marktmechanisme van de effectenbeurs en de daarmee samenhangende mogelijkheden tot verhandelbaarheid van effecten wordt het een onderneming gemakkelijker gemaakt om eigen vermogen te verwerven buiten de kring van de bestaande aandeelhouders. Deze mogelijkheid vormt de klassieke rechtvaardiging voor een beursgang. Ter bescherming van het beleggend publiek dient de vennootschap 'transparantie' te betrachten. Daarentoe bestaan gedetailleerde regels en voorschriften en de naleving ervan vergt aanzienlijke tijd en aandacht, en daarmee gepaard gaande kosten. Deze voor- en nadelen van een beursnotering dienen van tijd tot tijd tegen elkaar te worden afgewogen. Bovendien dienen beursvennootschappen rekening te houden met andere feiten en omstandigheden die een rol spelen, louter als gevolg van het feit van de beursnotering.

3 Maatschappelijke ontwikkelingen

Sedert midden jaren tachtig staan beursgenoteerde fondsen, de beleggers in deze ondernemingen en de wijze waarop zij in de maatschappij functioneren, steeds meer in de belangstelling. Deze belangstelling was voorheen voornamelijk gericht op incidenten, maar gaandeweg verschoof de focus naar de vraag in welke, voldoende of onvoldoende, mate de bij de vennootschap betrokkenen vorm geven aan 'goed bestuur', een term die wij hanteren om de ten onrechte in Nederland nog niet vertaalde term: *corporate governance* aan te duiden⁵. In deze overgangssituatie kwam de nadruk meer te liggen op het vergroten van transparantie en het afleggen van verantwoording ten behoeve van aandeelhouders en andere *stakeholders*. In deze paragraaf bespreken wij enige van deze maatschappelijke ontwikkelingen vanuit de juridische invalshoek.

3.1 Corporate governance

Het fundament voor de huidige *corporate governance*-discussie in Nederland is gelegd in het in 1986 uitgebrachte jaarverslag van de Vereniging voor de Effectenhandel over 1985, waarin de zeggenschapspositie van aandeelhouders aan de orde werd gesteld. Sindsdien heeft zich in relatief korte tijd een fundamentele verandering voorgedaan in de opvattingen van beursgenoteerde vennootschappen, institutionele beleggers, financiers, particuliere beleggers, belangengroeperingen, politiek en regering. Tegen de achter-

grond van een zich terugtrekkende overheid en een internationaliserende en mondialiserende economie worden de spelersrollen van degenen die bij de vennootschap zijn betrokken opnieuw gewaardeerd. Enerzijds worden de verantwoordelijkheden van de vennootschap zwaarder, maar anderzijds is er het besef dat het toezicht op de vennootschap en haar onderneming door de kapitaalverschaffers zonder onnodige belemmeringen moet kunnen plaatsvinden. In het kader van de (eigen) belangenbehartiging door de verschillende categorieën *stakeholders* is het noodzakelijk dat het bestuur van de beursvennootschap verantwoording aflegt over het beleid, de strategie en de uitvoering daarvan. De verantwoording dient te worden afgelegd door middel van betrouwbare en getoetste informatie. Het orgaan dat die verantwoording aflegt, dient ermee rekening te houden dat het vervolgens aanspreekbaar zal zijn, hetgeen weer kan leiden tot aansprakelijkheid.

In de bovenstaande ontwikkelingen heeft het in 1997 door de Commissie-Peters uitgebrachte rapport over *corporate governance* een belangrijke rol gespeeld. De *corporate governance*-discussie richt zich op de taken, bevoegdheden en verantwoordelijkheden van degenen met bevoegdheden, gezag en invloed binnen de onderneming. Het gaat daarbij om de aandeelhouders, werknemers, commissarissen, bestuurders, bankiers, kapitaalverschaffers en andere betrokkenen of *stakeholders* bij de onderneming. Wanneer de term aldus wordt gebruikt, volgt aansluiting bij het begrip 'vennootschappelijk belang' van artikel 2:140 van het Burgerlijk Wetboek ('BW'). Zij die het vennootschappelijk belang moeten behartigen, zijn tevens belast met de plicht om goede *corporate governance* te plegen. Er is, met andere woorden, weinig verschil tussen de plicht om goede governance te plegen en de plicht om het vennootschappelijk belang te dienen. De bij de vennootschap betrokkenen die het vennootschappelijk belang moeten dienen, hebben dus met de opkomst van de plicht tot goed bestuur een extra dimensie aan hun verantwoording toegevoegd gekregen. In een relatief korte periode heeft de discussie rond *corporate governance* geleid tot een hoge mate van bewustheidvorming bij beleidsmakers en de vele overige bij (beurs)vennootschappen betrokkenen. Een aantal wetgevingsinitiatieven, welke hieronder aan bod zullen komen, zijn voorbeelden daarvan⁶.

3.2 Maatschappelijk ondernemen

Een voorbeeld van uitbreiding van de kring van de bij de vennootschap betrokkenen wordt gevormd door het verschijnsel *maatschappelijk verantwoord onderne-*

*men*⁷. Daarbij gaat het om de vraag of en in hoeverre een onderneming de vrijheid heeft om naast het winststreven ook sociale en milieuvraagstukken tot de kern van de bedrijfsactiviteiten te rekenen. Het in 2000 verschenen SER-advies *De Winst van Waarden* beschrijft de rollen van de overheid, de sociale partners en andere relevante maatschappelijke instellingen ten aanzien van maatschappelijk ondernemen en komt tot de conclusie dat maatschappelijk ondernemen een van de kernactiviteiten van de onderneming dient te zijn. Een groeiend aantal nationale en internationale ondernemingen heeft inmiddels de ondernemingsstrategie gericht op maatschappelijk ondernemen, waarbij zij het begrip 'triple-P bottom line' hanteren. De drie P's reflecteren de doelstellingen Profit, People en Planet. De doelstelling Profit kan in belangrijke mate worden beïnvloed door de aandeelhoudersvergadering, maar ten aanzien van de andere doelstellingen zal de aandeelhoudersvergadering zich minder willen en kunnen committeren. Het is aannemelijk dat andere *stakeholders*, zoals bijvoorbeeld milieugroeperingen en mensenrechtenorganisaties, in toenemende mate zullen gelden als relevante *stakeholders* en, in die hoedanigheid, de mogelijkheden zullen beproeven om juridische middelen in te zetten om maatschappelijk ondernemen af te dwingen. De verwachting is gewettigd dat zij mogelijkheden daartoe zullen vinden in het enquêterecht en acties gebaseerd op de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid.

3.3 Euronext

Een andere omstandigheid die van invloed is op de positie van de ondernemingen die genoteerd zijn aan de Amsterdamse effectenbeurs wordt gevormd door het samengaan van de Amsterdamse, Brusselse en Parijse beurzen in Euronext. Een van de gevolgen van deze fusie is dat de verhandelbaarheid van de aandelen in vele gevallen nadelig wordt beïnvloed.

Sinds het samengaan van de handelssystemen van de Euronextbeurzen worden de aandelen van de honderd grootste ondernemingen van Euronext rechtstreeks verhandeld via het orderboek. De liquiditeit van deze grote fondsen wordt veelal niet beïnvloed, maar voor de small- en midkapfondsen ligt dit anders. De aantrekkelijkheid van deze fondsen voor internationale beleggingsstrategieën vermindert en dit effect kan worden gemitigeerd, maar niet weggenomen door de diensten van een bank die de handel in het fonds voor eigen rekening animeert, een zogenaamde *animateur* of op z'n Hollands: *liquidity provider* (fondsen met een omzet van minder dan 5000 stuks per jaar zijn overigens verplicht een *animateur* in dienst te nemen).

Beursvennootschappen die geen *animateur* in dienst nemen, zijn aangewezen op een veiling waarbij tweemaal daags vraag en aanbod in de aandelen van beursvennootschappen bij elkaar worden gebracht.

De *animateur* dient de liquiditeit van en in een fonds op peil te houden, maar deze doelstelling is slechts in beperkte mate, of soms in het geheel niet, bereikbaar wanneer de vraag naar het betreffende effect terugloopt. De *animateurs* hebben er niet voor kunnen zorgen dat de liquiditeit of de beurskoers van Amsterdamse fondsen is gestegen.

3.4 Aandeelhoudersactivisme van (onder meer) professionele beleggers

De vorming van Euronext in combinatie met andere ontwikkelingen, waarvan de introductie van de girale Euro in 1999 een zeer belangrijke is, heeft geleid tot verhoogde aandacht voor de grotere beursgenoteerde ondernemingen, met name van de zijde van institutionele beleggers.

Een belangrijk deel van de Nederlandse institutionele beleggers wordt gevormd door de Nederlandse pensioenfondsen. Van het totale ontzagwekkende institutioneel vermogen van ruim 700 miljard euro is een bedrag van ongeveer 450 miljard euro afkomstig van de pensioenfondsen. Institutionele beleggers in het algemeen, maar de Nederlandse pensioenfondsen in het bijzonder, hebben hun beleggingsstrategie in die zin gewijzigd dat thans veel meer dan voorheen ruimte wordt gemaakt voor belegging in aandelen. Sommige fondsen streven zelfs naar een percentage van 60, zoals bijvoorbeeld het ABP, PGGM en het Shell pensioenfonds. De uitvoering van deze strategie mag dan, al dan niet tijdelijk, beïnvloed worden door de huidige crisis op de aandelenmarkt, maar de effecten van de gewijzigde beleggingsstrategie doen zich terdege gevoelen.

Nederland neemt een uitzonderingspositie in. Politiek gesproken moge een dergelijke constatering tegenwoordig wellicht weinig opzien baren, in de internationale financieel-economische verhoudingen is de hier bedoelde uitzonderingspositie van Nederland wel degelijk het opmerken waard. De lidstaten van de EU kennen ter dekking van de toekomstige pensioenverplichtingen het zogenaamde solidariteitsstelsel waarbij de werkende generatie de pensioenen opbrengt van de gepensioneerde generatie, met uitzondering van Nederland en het Verenigd Koninkrijk. Alleen in deze beide landen geldt het systeem dat de werkende generatie haar eigen oudedagsvoorziening regelt en dus ook financiert. De oudste auteur van dit

artikel is niet gecharmeerd van de term die tegenwoordig vooral in universitaire kringen wel te horen valt, namelijk 'de grijze golf', maar dat gevoel doet niet af aan de realiteit van de gigantische pensioenaanspraken die op korte termijn zullen ontstaan van de zijde van de geboortegolfgeneratie '45-50'. Deze generatie bereikt vanaf 2010 de pensioengerechtigde leeftijd. In Nederland en het Verenigd Koninkrijk zijn de daarmee samenhangende (even gigantische) financieringsverplichtingen gedekt. De enorme vermogens die in dat verband zijn opgebouwd, vinden in toenemende mate hun belegging in Nederlandse en buitenlandse aandelen. De buitenlandse aandelenmarkt is, zoals hierboven al aangegeven, toegankelijker geworden mede door de invoering van de euro, en de Nederlandse markt is transparanter geworden door het ontstaan van Euronext, waarbij kleinere fondsen toegenomen druk op hun koersen ervaren.

Tot voor kort beoordeelden de institutionele beleggers hun investeringen voornamelijk in termen van rendement en zekerheid, zonder daarbij gebruik te maken of te willen maken van de aan hun deelnemingen verbonden zeggensmacht. Thans stellen zij zich steeds meer op als actieve aandeelhouders die gebruik willen maken van hun recht om een zekere controle binnen de vennootschap uit te oefenen^{8,9}. Het bestuur van de Nederlandse beursfondsen zal zich in toenemende mate willen richten naar de wensen en belangen van de institutionele belegger, terwijl het voorheen gebruik was aandeelhouders, en met name de aandeelhoudersvergadering als forum waar de aandeelhoudersrechten kunnen worden uitgeoefend, met grotere afstand te benaderen.

4 Wet- en regelgeving in ontwikkeling

Mede tegen de achtergrond van de hierboven geschetste maatschappelijke ontwikkelingen is een groot aantal initiatieven op gang gekomen op het terrein van de Nederlandse en Europese wet- en regelgeving, welke initiatieven alle onder de noemer van *corporate governance*, in de zin van bevorderen van goed bestuur, kunnen worden gebracht. Wij zullen hieronder enige van die ontwikkelingen en initiatieven nader belichten.

4.1 Beschermingsmaatregelen

Gedurende de laatste jaren van economische voorspoed vonden in het bedrijfsleven vele concentraties plaats, waaronder overnames van beursvennootschappen. Het ging daarbij vrijwel steeds om 'vrien-

delijke' dan wel 'geïnviteerde' overnames, waarbij het bestuur van de overgenomen vennootschap instemde met de strategische ontwikkeling. De aandeelhoudersvergadering werd in het afwegingsproces voor de overname nauwelijks betrokken. 'Vijandige' of 'niet-geïnviteerde' overnames, dat wil zeggen overnames zonder de instemming van het zittende bestuur, waren zeldzaam. Een bod op de aandelen van een beursfonds dat weliswaar in financiële zin gunstig was voor de aandeelhouders kon feitelijk door het zittende bestuur worden doorkruist door een beroep te doen op de uitgebreide beschermingsmaatregelen. Beschermingsmaatregelen zijn erop gericht om de zeggenschap van de aandeelhoudersvergadering te beperken of geheel uit te sluiten, als gevolg waarvan de aandeelhoudersvergadering niet kan toekomen aan de uitoefening van de hierboven bedoelde kernrechten tot controle over het beleid van de vennootschap. Overname van een 'beschermde' vennootschap wordt zodoende onaantrekkelijk en het effect van (de dreiging van) beschermingsmaatregelen is derhalve dat niet-geïnviteerde overnames worden ontmoedigd en in de Nederlandse praktijk tot voor kort nauwelijks voorkwamen. Een bespreking van de inrichting en het hanteren van beschermingsmaatregelen valt buiten het bestek van dit artikel.

Sedert 1986 is het besef gegroeid dat het onbeperkte hanteren van beschermingsmaatregelen aan het adequate functioneren van de effectenmarkten in de weg staat. In dat verband bepaalt Bijlage X bij het Fondsenreglement dat de bescherming van een Nederlands beursfonds zekere beperkingen dient te kennen. Deze bepaling heeft zeker niet tot gevolg dat de kwetsbaarheid van beursfondsen voor niet-geïnviteerde overnames is toegenomen, omdat Bijlage X bescherming als zodanig blijft toestaan, en slechts een regeling geeft waarbij de tot voor kort gebruikelijke cumulatie van beschermingsmaatregelen wordt beperkt. Deze overigens als tijdelijk bedoelde regeling van Bijlage X heeft niet tot bevredigende resultaten geleid. De op de invoering van bijlage X volgende brede maatschappelijke discussie heeft dientengevolge geleid tot het wetsvoorstel beschermingsmaatregelen dat hierna zal worden besproken.

4.2 Wetsvoorstel Beschermingsmaatregelen

Het Wetsvoorstel Beschermingsmaatregelen¹⁰ (verder het Wetsvoorstel) heeft een lange voorgeschiedenis. Het werd in 1997 ingediend, maar thans valt moeilijk te voorspellen of het snel tot wetgeving zal leiden¹¹. Het Wetsvoorstel reflecteert het beginsel van de

beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen¹², waarbij het uitgangspunt is dat aan de kapitaalverschaffer met zijn kapitaalsbijdrage evenredige zeggenschap toekomt. De kern van het Wetsvoorstel is gelegen in de bevoegdheid van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam tot het nemen van maatregelen indien een bestuur van een beursvennootschap door middel van beschermingsmaatregelen langere tijd geen recht doet aan gewijzigde (stem)verhoudingen binnen de aandeelhoudersvergadering.

Het Wetsvoorstel bepaalt dat een aandeelhouder die gedurende een periode van ten minste één jaar ten minste 70% van het kapitaal heeft gehouden, via de Ondernemingskamer tot opheffing van beschermingsmaatregelen kan komen. De beursvennootschap kan zich tegen een verzoek tot het treffen van de daartoe strekkende maatregelen alleen met succes verweeren, wanneer zij kan aantonen dat de overname in strijd is met het belang van de vennootschap, bijvoorbeeld wanneer ter financiering van de betaling van de overnameprijs de vennootschap kort na de overname zal worden opgesplitst en vervolgens gedeeltelijk geliquideerd en/of doorverkocht ('asset stripping').

De Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel verklaart weliswaar dat het oogmerk van de voorgestelde regeling is om vijandige overnames mogelijk te maken, maar naar ons oordeel kan die doelstelling niet worden gerealiseerd. Het Wetsvoorstel schrijft immers voor dat een overnemer gedurende ten minste één jaar in het bezit dient te zijn van ten minste 70% van het kapitaal in de beursvennootschap (verkregen door middel van het uitbrengen en gestand doen van een openbaar bod op alle aandelen in het kapitaal ervan), alvorens de actie tot opheffing van de bescherming voor de Ondernemingskamer te kunnen instellen. Dit komt neer op een 'wachttijd' van één jaar die, vanwege het gecompliceerde karakter van de procedure, in feite neerkomt op een wachttijd van ten minste anderhalf jaar. Een vijandig openbaar bod wordt dus uitgebracht in het besef dat de daarmee gepaard gaande aanzienlijke investeringen gedurende een lange periode op goed vertrouwen zijn gedaan. Vertrouwen in de uitkomst van de vordering tot ontmanteling van de bescherming, maar ook vertrouwen dat de vennootschap, én de daaraan verbonden onderneming, op het uiteindelijke moment van verkrijging van zeggenschap nog dezelfde zullen zijn als op het moment van gestanddoening van het bod. Maar in de lange periode van de te voeren procedure gaat het leven van het bedrijf gewoon door, zonder dat evenwel door de

kapitaalverschaffer daadwerkelijk controle kan worden uitgeoefend. Het is dan niet ondenkbaar dat de leiding van de vennootschap strategische of andere besluiten neemt die de overnemer onwelgevallig zijn. De overnemer zal daartegen niet of nauwelijks kunnen opkomen en dit betekent dat met het uitbrengen van een vijandig bod zeer grote risico's gepaard gaan. Deze zijn inderdaad groot, omdat zij niet alleen betrekking hebben op de zojuist gesignaleerde en op de langdurig oncontroleerbare situatie binnen de overgenomen vennootschap, maar ook kunnen leiden tot het verwijt van onverstandig bestuur aan de leiding van de onderneming die het openbaar bod heeft uitgebracht en gestand gedaan. Ook gezien de toenemende zorg van bestuurders en commissarissen omtrent bestuurdersaansprakelijkheid zal een verstandig ondernemer deze risico's willen vermijden. Naar ons oordeel leidt aanname van het Wetsvoorstel, althans in haar huidige vorm, tot het paradoxale resultaat dat de bovengenoemde in de Memorie van Toelichting neergelegde doelstelling niet gerealiseerd zal worden. Wij zijn van oordeel dat het Wetsvoorstel grondige revisie behoeft om deze ongerijmdheid op te heffen.

Niettemin moet worden geconstateerd dat van het Wetsvoorstel en de discussie die daaraan vooraf ging en die welke daarop volgde, een zekere anticiperende werking is uitgegaan. Deze is onder meer te vinden in enkele uitspraken van de Ondernemingskamer in het enquêterecht, zoals bijvoorbeeld in de Gucci-zaak¹³. Deze en andere anticiperende arresten van de Ondernemingskamer worden in paragraaf 5 belicht.

4.3 13de Richtlijn

In Europees verband wordt al langere tijd nagedacht over de harmonisatie van het vennootschapsrecht in het kader van openbare biedingen, waarbij ook de mogelijkheid tot gebruik en doorbraak van beschermingsmaatregelen aan de orde is gekomen. Bijna was de Europese Commissie in 2001 erin geslaagd de 13de vennootschapsrichtlijn door het Europees parlement te loodsen. De hoofddoelstelling van de 13de richtlijn was bescherming van 'minderheidsaandeelhouders'¹⁴ door middel van een verplicht bod op alle uitstaande aandelen en harmonisatie van overnameregels door middel van onder andere een verbod van het opwerpen van beschermingsconstructies nadat een bod is uitgebracht. Deze richtlijn zou er toe hebben geleid dat de houder van aandelen van een beursvennootschap vanaf een door elke lidstaat afzonderlijke te bepalen percentage verplicht zou zijn geweest een

openbaar bod op alle aandelen in die vennootschap uit te brengen. De richtlijn kent een lange voorgeschiedenis en na veel, ook politieke, ontwikkelingen leek het medio vorig jaar erop dat het Europees parlement een compromisvoorstel van de Europese commissie zou aanvaarden. Onverwacht verzet vanuit Duitsland leidde echter op het laatste moment ertoe dat de 13de richtlijn door het Europees parlement niet werd aangenomen.

Niettemin kan worden geconstateerd dat het ontwerp van de richtlijn in Nederland anticiperende werking heeft. Zo werd een extra stimulans gegeven aan het denken over de toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen en heeft het ministerie van Financiën recent een consultatie over een verplicht openbaar bod in Nederland gepubliceerd (zie hierna). In Europees verband ziet het ernaar uit dat de in de concept-13de-richtlijn neergelegde beginselen toch zullen worden vastgelegd, mede vanwege de initiatieven van Europees commissaris Bolkestein, die advies heeft ingewonnen van de Commissie-Winter¹⁵.

In januari 2002 verscheen het rapport van de Commissie-Winter met aanbevelingen over de vraag hoe binnen de Europese Unie een gelijk speelveld met betrekking tot overnames en de positie van aandeelhouders in overnamesituaties tot stand zou kunnen komen¹⁶. In dit artikel beperken wij ons tot weergave van de door de Commissie-Winter geformuleerde en door de Europese Commissie overgenomen uitgangspunten voor het totstandkomen van de Europese richtlijn aangaande overnames:

- Het eerste uitgangspunt betreft het primaat van de aandeelhouder. Een aandeelhouder dient volgens de Commissie-Winter te allen tijde in de gelegenheid te worden gesteld over zijn aandelen te beschikken en dus ook in staat te zijn deze over te dragen aan een door het bestuur als vijandig bestempelde overnemer. De taken en verantwoordelijkheden van het bestuur van een doelwitvennootschap zijn in dit verband beperkt tot het onderzoeken en aan de aandeelhouders communiceren van de voor- en nadelen van het openbaar bod. Het door het bestuur in stelling brengen van beschermingsmaatregelen nadat een openbaar bod is uitgebracht, valt met het primaat van de aandeelhouder niet in overeenstemming te brengen. Het is de vraag of dit uitgangspunt van de Commissie tot de conclusie moet leiden dat men voor het Anglo-Amerikaanse model, het shareholders-model, heeft gekozen, of dat ook nog ruimte wordt geboden aan het continentaal-Europese model, de *stakeholders*-benadering.

- Het tweede uitgangspunt betreft proportionaliteit tussen het dragen van risico en het hebben van zeggenschap. Kort gezegd komt het er op neer dat binnen een (beurs)vennootschap degene die door kapitaalverschaffing het meeste risico draagt, ook controle (zeggenschap) moet hebben over de gang van zaken binnen die vennootschap. Elke constructie die dit uitgangspunt ondermijnt, door bijvoorbeeld beschermingsmaatregelen of concentratie van de zeggenschap bij het bestuur, zou moeten worden vermeden of afgebroken. De essentie van de 13de richtlijn, het aandeelhouderprimaat, lijkt door deze Europese ontwikkelingen niet te zijn aangetast. Anderzijds bestaat in Nederland nog steeds de structuurregeling. De verwatering ervan, als die door toekomstige regelgeving al plaatsvindt, is slechts marginaal. Het is onduidelijk waar de wetgever, die uiteraard niet om het Europese recht heen kan of mag gaan, het evenwicht zal zoeken. De rechter lijkt te koersen op evenwicht in de omgeving van de aandeelhouder.

4.4 Verplicht (openbaar) bod

Nu overeenstemming over een 13de richtlijn in Europees verband nog wel enige tijd op zich zal laten wachten, heeft het ministerie van Financiën in het begin van dit jaar een consultatiedocument gepubliceerd waarin voorstellen worden gedaan voor het totstandkomen van een wettelijke verplichting tot het uitbrengen van een verplicht bod op alle uitstaande aandelen in het kapitaal van een (beurs)vennootschap voor diegene die controle verwerft over die (beurs)vennootschap¹⁷. Indien de biedplicht inderdaad wordt ingevoerd, zal dit verstrekende gevolgen kunnen hebben in de Nederlandse zeggenschapsverhoudingen.

Over de invoering van het verplicht bod wordt reeds lange tijd gesproken. De discussie wordt gevoed door de – terecht – zorg over de situatie waarin sprake is van aandelenconcentratie bij één aandeelhouder die geen openbaar bod heeft uitgebracht op alle uitstaande aandelen, maar toch vanwege de concentratie van aandelenbezit in combinatie met het verspreid zijn van het bezit van de overige aandelen, feitelijk controle over de vennootschap kan uitoefenen, zonder dat evenwel de belangen van de overige, ingeklemde, aandeelhouders voldoende zijn gewaarborgd.

Door een verplicht bod kan worden bereikt dat een feitelijk controlerende aandeelhouder geen misbruik van zijn macht maakt en de andere, bekleemde, aandeelhouders de mogelijkheid wordt geboden om het zij mee te doen in de nieuwe (machts)situatie, hetzij tegen een redelijke prijs hun aandelen over te dragen.

De vrees voor geconcentreerd aandelenbezit heeft gespeeld begin jaren negentig toen Ahold zich te weer stelde tegen het opbouwen van een aandelenpakket door Asko, een concurrerende supermarktketen. Ahold was van mening dat de dreiging van het door Asko opgebouwde pakket van (niet meer dan) 15% tot dominantie in de aandeelhoudersvergadering kon leiden en daarom de rechtvaardiging opleverde voor het activeren van beschermingsmaatregelen¹⁸. Nu speelt de kwestie ten aanzien van Casino en Laurus opnieuw, zij het in een andere verschijningsvorm. Casino beschikt over een geconcentreerd minderheidspakket in Laurus en het is de vraag in hoeverre bij (de verwerving van) dit pakket de belangen van de overige, ingeklemde, aandeelhouders bij het uitblijven van een openbaar bod op alle aandelen van Laurus voldoende zijn gewaarborgd. Ook bij de Gucci-affaire speelde de vraag van bescherming van de overige aandeelhouders, nadat de ondernemingsleiding een aanzienlijk minderheidspakket had doen plaatsen bij een daartoe uitgenodigde 'bevriende' aandeelhouder.

4.5 Structuurregime

Sedert 1971 kent de Nederlandse wetgeving het zogenaamde structuurregime. Ondernemingen die voldoen aan de voorwaarden van het regime¹⁹ dienen een wezenlijke vennootschapsrechtelijke wijziging te ondergaan. De essentiële aandeelhoudersrechten om het bestuur te benoemen en te ontslaan en om de jaarrekening vast te stellen, worden neergelegd bij de raad van commissarissen (RvC), terwijl de RvC bovendien het recht heeft om bepaalde belangrijke beslissingen van het bestuur goed te keuren, hetgeen feitelijk neerkomt op een vetorecht ten aanzien van die kwesties. De betekenis van deze 'verhuizing' van bevoegdheden, en daarmee de ernst van de afwijkingen van het vennootschappelijk model, wordt nog versterkt doordat de aandeelhouders geen directe invloed hebben op de benoeming en het ontslag van commissarissen. De RvC benoemt haar leden zelf. Deze structurele verandering in de vennootschappelijke verhoudingen was wellicht goed te verklaren in de periode van de invoering van de structuurregeling. Het structuurregime werd in 1971 immers primair als maatregel ter verankering en bevordering van medezeggenschap ingevoerd.

Die rechtvaardiging ontbreekt thans. In ieder geval is thans niet meer aanvaardbaar dat de medezeggenschapsdoelstelling, die overigens in het hierna te bespreken wetsvoorstel tot wijziging van de structuurwet nog steeds als dé doelstelling van het structuurregime dient te worden gezien, leidt tot verstrek-

kende en voor een deel niet beoogde, andere, effecten. In de praktijk is het structuurregime immers ook, en soms primair, een beschermingsmaatregel. Daarnaast is een belangrijk bezwaar dat het structuurregime een wezenlijke inbreuk maakt op de Nederlandse vennootschappelijke orde en de vennootschappelijke orde die door het Europese richtlijnenstelsel wordt beoogd en voorgeschreven. Er bestaat geen rechtvaardiging (meer) voor de hiervoor genoemde verhuizing van essentiële aandeelhoudersrechten naar de RvC. In de discussie over *corporate governance* is in de afgelopen tijd dan ook sprake geweest van fundamentele kritiek op de structuurregeling.

Op verzoek van de ministerraad heeft de Sociaal Economische Raad (SER) een advies uitgebracht over de toekomst van het structuurregime²⁰. Dit SER-advies dient te worden geplaatst in het kader van de ontwikkelingen op het breder gebied van *corporate governance* en niet alleen in de context van de structuurregeling. Het SER-advies, dat door het kabinet is overgenomen, heeft geleid tot het wetsontwerp van 8 januari 2002²¹. Het wetsontwerp beoogt een aantal van de kernrechten van aandeelhouders die bij introductie van het structuurregime binnen een vennootschap aan de RvC worden overgedragen, terug te laten keren naar de aandeelhoudersvergadering. Het wetsvoorstel introduceert een goedkeuringsrecht voor de aandeelhoudersvergadering van bestuursbesluiten die de identiteit of het karakter van de vennootschap of de met haar verbonden onderneming wezenlijk kunnen wijzigen. De besluiten waar het om gaat, zijn:

- overdracht van de onderneming of vrijwel de gehele onderneming aan een derde;
- het aangaan of verbreken van duurzame samenwerking van de vennootschap of een dochtermaatschappij met een andere onderneming, indien deze samenwerking of verbreking van ingrijpende betekenis is voor de vennootschap;
- het door de vennootschap, of haar dochter, nemen of afstoten van een deelneming in een andere vennootschap ter waarde van ten minste een derde van de waarde van de activa volgens de laatste balans.

Naast de bovenstaande goedkeuringsrechten krijgen de aandeelhouders een stem in de benoeming en het ontslag van leden van de RvC, een recht om onderwerpen op de agenda van de aandeelhoudersvergadering te plaatsen en zullen houders van certificaten van aandelen stemrecht krijgen in de aandeelhoudersvergadering²².

Wij zijn van mening dat deze wijzigingen en aanpassingen terecht worden voorgesteld. De voorstellen

gaan echter niet ver genoeg. In het wetsvoorstel wordt immers niet aangetoond waarom de medezeggenschapscomponent nog steeds wordt gezien als het normdoel van de regeling, terwijl vaststaat dat enerzijds de bescherming van de positie van de werknemers sedert 1971 in belangrijke mate is versterkt, en anderzijds de in 1971 wellicht nog te verdedigen inbreuk op de vennootschappelijke orde thans niet meer voor lief kan worden genomen. Sterker nog, de rechtvaardiging van het structuurregime lijkt ons in de nationale en internationale, aanmerkelijk gewijzigde, omstandigheden niet meer aanwezig en wij zouden voorstanders zijn van voortzetting van de discussie over de wenselijkheid of onwenselijkheid van het structuurregime²³.

5 Corporate governance in de rechtspraak

Aandeelhouders van een beursvennootschap met een (dreigend) geschil met een andere aandeelhouder of met het bestuur van die beursvennootschap hebben in beginsel twee rechtsingangen. Allereerst kan men zich tot de reguliere burgerlijke rechter wenden en hem verzoeken om het gedrag van de andere aandeelhouder te corrigeren op grond van de redelijkheid en billijkheid. De tweede mogelijkheid, het enquêterecht, mag zich sinds enige jaren in een verhoogde populariteit verheugen. Een beroep op de Ondernemingskamer (OK) van het Gerechtshof te Amsterdam door een bij de vennootschap betrokkene wordt tegenwoordig ook in overnamegeschillen niet tevergeefs gedaan. Bij een enquêteprocedure in overnamegeschillen vragen verzoekers regelmatig om 'voorlopige voorzieningen' op grond van gesteld wanbeleid binnen de vennootschap.

In de afgelopen drie jaar heeft de OK een aantal belangwekkende uitspraken gedaan waarin relevante maatschappelijke en wetgevingsontwikkelingen, opvattingen omtrent de toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen en beginselen van *corporate governance* een belangrijke rol hebben gespeeld. Uit deze uitspraken van de OK zijn twee voor dit artikel belangrijke principes te destilleren.

5.1 Beschermingsmaatregelen mogen

In de hiervoor aangehaalde Gucci-zaak heeft de OK uitgesproken dat het gebruik van beschermingsmaatregelen een gegronde reden kan opleveren om aan een juist beleid van een vennootschap te twijfelen, welk oordeel uiteindelijk tot de kwalificatie 'wanbeleid' kan leiden. In de Gucci-zaak betrof het het uitge-

ven van aandelen aan een ‘white knight’ en aan een stichting voor werknemersbelangen toen er de dreiging ontstond dat een aandeelhouder, LVMH, de controle over Gucci zou trachten over te nemen. De OK oordeelde dat het Gucci in beginsel vrij stond de bewuste aandelen uit te geven als beschermingsmaatregel. De OK bepaalde ook dat de wijze waarop dat geschiedde, binnen bepaalde vennootschapsrechtelijke orderegels diende te geschieden, welke regels in concreto overtreden werden geacht, mede gezien de wijze waarop Gucci statutair was ingericht en de verwachtingen die bij aandeelhouders waren gewekt.

Ook in de zaak van Uni-Invest vs. Breevast²⁴ probeerde een van de aandeelhouders, Uni-Invest, een zodanig percentage van de aandelen in het kapitaal van Breevast te verkrijgen, dat zij daarmee feitelijke zeggenschap zou verwerven. Dit voornemen stond volgens het bestuur van Breevast op gespannen voet met het belang van de vennootschap. Op deze grond emitteerde het bestuur (gebruikmakend van de gedelegeerde bevoegdheid daartoe) als beschermingsmaatregel extra aandelen. Nadat Uni-Invest de gang naar de OK had gemaakt met de stelling dat dit gebruik van beschermingsmaatregelen voldoende reden opleverde om aan een juist beleid te twifelen, oordeelde de OK als volgt:

‘In zulk een geval heeft als uitgangspunt te gelden dat het de doelwitvennootschap in beginsel vrij staat een beleid te voeren dat erop is gericht om de overname van de zeggenschap in haar te voorkomen en dat een zodanig beleid – dus – op zichzelf niet en in ieder geval niet steeds en/of zonder meer een gegronde reden oplevert om aan een juist beleid te twifelen en derhalve een onderzoek naar dat beleid kan rechtvaardigen. (...) Dat kan op grond van bijzondere en/of bijkomende omstandigheden van het geval anders zijn’²⁵.

De Ondernemingskamer oordeelde dat het gebruik van beschermingsmaatregelen in beginsel kan leiden tot een gegronde twijfel aan een juist beleid, maar dat het gebruik als zodanig geen wanbeleid hoeft op te leveren. Dit is een uitgangspunt dat ook in het wetsvoorstel beschermingsmaatregelen terugkomt. Beschermingsmaatregelen kunnen een vennootschap tijd geven om over een (potentieel) vijandige overnamepoging na te denken, maar het gebruik van beschermingsmaatregelen om de zeggenschap van aandeelhouders blijvend te beperken of uit te sluiten, is niet langer houdbaar. De ‘bijzondere en/of bijkomende omstandigheden’ die ertoe kunnen leiden dat het gebruik van beschermingsmaatregelen een reden oplevert om aan een juist beleid te twifelen, dienen te

worden aangetoond met een beroep op de norm van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW²⁶.

5.2 Verantwoordings- en informatieverplichtingen

Een ander aspect dat in recente enquêteprocedures werd belicht, is de mate waarin het bestuur van een beursvennootschap verantwoording dient af te leggen en informatie dient te verschaffen aan haar *stakeholders*. In beginsel is het bestuur autonoom bevoegd tot het besturen van de vennootschap. Daarbij dient het bestuur echter de belangen van allen die bij de vennootschap zijn betrokken en het vennootschappelijk belang in ogenschouw te nemen.

Aandeelhouders zijn in de enquêteprocedures tot nu toe als belangrijke *stakeholders* aangemerkt. De kernrechten van aandeelhouders vanuit hun positie als kapitaalverschaffers van de vennootschappen zijn aan het begin van dit artikel besproken. Bij de uitoefening van die kernrechten dienen aandeelhouders rekening te houden met een zekere mate van autonomie voor het bestuur van de vennootschap. Het bestuur moet bij haar taakuitoefening immers de belangen van al diegenen die bij de vennootschap betrokken zijn, de overige *stakeholders*, in ogenschouw nemen²⁷.

5.3 HBC

De Ondernemingskamer hanteert bepaalde veronderstellingen aangaande de bestuursautonomie, de wijze waarop beleid wordt gemaakt, de mate waarin van dat beleid wordt afgeweken en hoe zowel bij een consistente als bij een afwijkende beleidslijn met de aandeelhouders dient te worden gecommuniceerd.

Voor een bestuur van een (beursgenoteerde) vennootschap dient als leidend beginsel te gelden dat er autonomie bestaat binnen de marges van gebruikelijke en normale ondernemingsactiviteiten. Dit betekent dat het bestuur binnen de bestuursautonome marges haar aandeelhouders in beginsel niet vooraf hoeft te informeren, consulteren of om in- of toestemming hoeft te vragen. De aandeelhoudersvergadering mag weliswaar vragen om het verhogen van de shareholdersvalue, maar de doelstelling van die vraag, gericht op het eigen belang van de aandeelhouders, behoeft geen indicatie op te leveren van (de inhoud van) de verplichting tot besturen zoals die is neergelegd in artikel 2:129 BW.

De Ondernemingskamer concretiseert deze norm door te stellen dat de marges van de bestuursautonomie worden overschreden indien het bestuur activi-

teiten ontplooit welke niet binnen de gebruikelijke en/of normale ondernemingsactiviteiten van de vennootschap vallen²⁸. Wanneer dergelijke marges in concreto worden overschreden, is ondernemingsafhankelijk, maar het oprichten van een joint-venture met een concurrent is in de bouwwereld (waar veel in bouwcombinaties met andere ondernemingen wordt gewerkt) niet margeoverschrijdend. Over een dergelijk besluit behoeft geen voorafgaande consultatie van de aandeelhoudersvergadering plaats te vinden.

Het afwijken van een bestendige bestuurslijn kan buiten de bestuursautonome marges vallen. Dit is het geval indien het bestuur van de vennootschap overweegt in te gaan op een bod van een andere vennootschap op (een deel) van de onderneming en dit deel van de onderneming een kernactiviteit van de onderneming is. Een dergelijk besluit levert een afwijking op van de bestendige bestuurslijn en het bestuur van de vennootschap is in dat geval verplicht de aandeelhoudersvergadering om instemming te vragen. Een contrair besluit is vatbaar voor aantasting in een enquêteprocedure, waarbij dient te worden aangetekend dat de Ondernemingskamer geen instructiebevoegdheid van de aandeelhoudersvergadering aan het bestuur aanneemt.

Er vallen volgens de Ondernemingskamer dus drie situaties te onderscheiden:

- 1 Het ondernemen van een activiteit welke binnen de gebruikelijke en normale ondernemingsactiviteiten valt: het bestuur van de vennootschap hoeft geen instemming te vragen aan de aandeelhouders, en evenmin behoeven zij te worden geconsulteerd. Deze regel lijkt duidelijk, maar door de nuancering ervan door de Ondernemingskamer is zij dat niet. De Ondernemingskamer stelt immers dat het wel 'raadzaam' is om tot consultatie over te gaan, met name wanneer daaromtrent bij de aandeelhouders verwachtingen zijn gewekt. Voor de praktijk levert deze toevoeging onduidelijkheid en dus onzekerheid op, omdat de maatstaf voor het wel of niet moeten overgaan tot consultatie van de aandeelhouders(vergadering) niet concreet wordt gegeven. In ieder geval is die consultatieverplichting er wel indien de te ondernemen activiteit buiten de gebruikelijke bedrijfsactiviteiten valt ('niet in het profiel past').
- 2 Door een derde wordt een (openbaar) bod gedaan op een voor de vennootschap wezenlijk onderdeel van de door haar gedreven onderneming en het bestuur is voornemens medewerking daaraan te verlenen: dit levert (een voornemen tot) beleidswijziging op en in een dergelijk geval dient de instemming van de aan-

deelhoudersvergadering te worden gevraagd. Bij een openbaar bod op de onderneming zelf is een recht van instemming voor de aandeelhouders reeds aanwezig. Zij dienen immers al dan niet in te gaan op het openbare bod²⁹.

- 3 Een derde doet een (openbaar) bod op een voor de vennootschap wezenlijk onderdeel van de door haar gedreven onderneming en het bestuur is voornemens haar medewerking te weigeren: de ondernemingsleiding blijft in dit geval binnen de kaders van het bestaande beleid en op die grond is in beginsel geen sprake van een beleidswijziging. De besluitvorming hieromtrent blijft daarom voorbehouden aan het bestuur, maar de Ondernemingskamer oordeelt dat de aandeelhoudersvergadering over deze voorgenomen weigering wel dient te worden geconsulteerd:

*'De betekenis van consultatie en gedachtewisseling vooraf is immers – onder meer – dat degene die bevoegd is tot het nemen van enig besluit daardoor tot een inzicht kan komen dat hij zonder die consultatie en gedachtewisseling niet zou hebben gehad, alsmede dat hij bereid is zich door argumenten te laten overtuigen van de onjuistheid van zijn standpunt, althans tot het innemen van een ander standpunt of tot het geraken tot een ander besluit dan dat waartoe hij zonder die consultatie en die gedachtewisseling zou zijn gekomen'*³⁰.

De Ondernemingskamer lijkt hier aansluiting te zoeken bij het Wijsmuller-arrest³¹ en ook ten aanzien van dit onderdeel van het arrest geldt dat de aanvankelijk gegeven duidelijkheid omtrent wat van de ondernemingsleiding verwacht moet worden door de kwalificatie in wel betrekkelijk vage termen wordt verwaterd.

Uit de genoemde arresten blijkt dat het in Nederland, en zeker bij structuurvennootschappen, niet gebruikelijk is om de aandeelhoudersvergadering bij de besluitvorming door het bestuur en de raad van commissarissen te betrekken. Evenmin is duidelijk op welke wijze de aandeelhoudersvergadering in concrete gevallen betrokken zou moeten worden.

Het is daarom toe te juichen dat het wetsvoorstel tot wijziging van de structuurregeling, los van de overige bezwaren tegen het wetsvoorstel, voorziet in de terugkeer van kernrechten naar de aandeelhoudersvergadering. De OK heeft in haar uitspraken nadrukkelijk vooruit gelopen op de in te voeren rechten van de vergadering van aandeelhouders. Het wetsvoorstel inzake de nieuwe structuurregeling voorziet echter niet in het principe van een consultatierecht voor aandeelhouders, zoals de OK dat in haar HBG-uitspraak formuleerde.

6 Synthese

In dit artikel beschreven wij dat het ondernemingsklimaat voor de beursgenoteerde vennootschap aan sterke veranderingen onderhevig is. Dit is enerzijds het gevolg van wijzigingen in de financieel-economische omstandigheden van het moment, en anderzijds het gevolg van de maatschappelijke discussie over *corporate governance* in de zin van 'goed bestuur'. Als gevolg van recente en komende wijzigingen in wet- en regelgeving, en tevens gezien recente jurisprudentie, hebben beursfondsen toegenomen verplichtingen tot verantwoording aangaande (goed) bestuur en de daarbij behorende transparantie.

Zo heeft de OK een instemmingsrecht geformuleerd voor de aandeelhouders voor bepaalde besluiten die ingrijpen op het 'profiel' van de onderneming. Dergelijke instemmingsgerechtigde besluiten zullen na invoering van het wetsvoorstel voor de structuurregeling grotendeels een wettelijke verankering krijgen. Ook formuleerde de OK onder bepaalde omstandigheden een consultatierecht voor de aandeelhouders.

Wanneer in Nederland de verplichting tot het uitbrengen van een verplicht openbaar bod bij een bepaald percentage van het aandelenbezit wordt ingevoerd, en/of wanneer de 13de richtlijn alsnog tot stand komt, zal het beleggingsklimaat aanmerkelijk veranderen. Beleggers zullen aarzelen hun belang boven een bepaald percentage aan te houden. Beursfondsen zullen problemen ondervinden wanneer zij streven naar 'stabiel aandeelhouderschap' in de aandeelhoudersvergadering. Deze fondsen zullen bovendien ervaren dat de voordelen van de notering gepaard gaan met nadelen die te maken hebben met de kwetsbaarheid van niet-geïnviteerde overnames. Dit soort overnames zal bovendien waarschijnlijker worden doordat de koersen van veel beursfondsen, en met name de kleinere en de middelgrote, onder druk komen te staan vanwege de in dit artikel beschreven omstandigheden. Het is dus aannemelijk dat veel van dergelijke ondernemingen de ratio van de beursnotering opnieuw zullen willen, of vaak ook moeten, overwegen. De verwachting is gerechtvaardigd dat het verschijnsel van de 'delisting', het beëindigen van de beursnotering, op instigatie van het beursfonds zelf dan wel als gevolg van een niet-geïnviteerde overname, aan actualiteit zal winnen.

Kortom, het is tijd voor bezinning, zowel voor de besturen van kleinere en middelgrote beursgenoteerde vennootschappen als voor ondernemingen en investeerders die geïnteresseerd zijn in overname van dergelijke fondsen. ■

Literatuur

- Ingh, F.J.P. van den, (2001), Requiem voor de structuurregeling; Het verdriet van Den Haag, in: *Ondernemingsrecht*, nr. 8, pp. 226-227.
- Kemperink, G.N.H., (2002), Enquêterecht en overnamegeschillen, in: *Ondernemingsrecht*, nr. 8, pp. 236-243.
- Lowenstyn, L., (1988), *What's wrong with Wall Street*, New York.
- Nieuwe Weme, M.P., (2002), Het recht van instemming en consultatie van de afa; lessen uit HBG, *JORplus*, nr. 1, pp. 9-15.
- Steins Bisschop, B.T.M., (2002), *Vennootschapsrechtelijke implicaties van maatschappelijk ondernemen*, oratie, Boom Juridische Uitgeverij.
- Steins Bisschop, B.T.M. en C.T. Wiersma, (2002), *De moderne NV als Compagnie*, in: Leonard Blussé en Ilonka Ooms (red.), *De Verenigde Oost-Indische Compagnie en de moderne Wetenschap*, Uitgeverij Balans, pp. 37-55.
- Steins Bisschop, B.T.M., (1991), *De beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen*, dissertatie, Kamerik.

Noten

- 1 De lijst van reeds van het Amsterdamse koersbord verdwenen smallkaps en midkaps is opmerkelijk: Ahrend, Albert Fischer, Alpinvest, Altitude Software, Amstelland, ASR Verzekeringen, Astra, Avalix, Axxicon, BCE, Beers, Benckiser, Brocacef, Cap Gemini, Chello, Chicago Bridge & Iron, Cobepa, Creyfs, Crown Media, Datelnet, Detron, Devote, DSB Groep, Endemol, Enhobel, Fluor Corporation, Gelderse Papiergroep, HAL Trust, HIM Furness, Hoek's machine- en zuurstoffabriek, Holland Chemical International, Huthamaki Van Leer, Kempen & Co, Isotis KNSF, Krasnapolsky, KSI International, Van Melle, Mendes Gans, NedGraphics, Norit, NPM Capital, Perkins Foods, Petrofina, Phoenix Beheer, Pitcher, Rentalent, Ring!, SCI/Tech, Smit Transformatoren, Koninklijke Sphinx Gustavsberg, Stern Groep, SUN Company, TAS Groep, TG Oliehaven, Toolex International, Tractebel, UCC, Uni-Invest, Van Dorp Despec Groep, Verto, Weweler en World Online. Bron: Management Team. Hoewel niet alle bovenstaande ondernemingen door een overname van de beurs verdwenen, toont de opsomming de wezenlijke wijziging in het beeld van beursgenoteerde ondernemingen.
- 2 Deze eufemistische term wordt tegenwoordig gebruikt voor wat we voorheen een 'vijandige overname' noemden.
- 3 Zie Steins Bisschop en Wiersma, 2002, pp. 37-55.
- 4 Deze ruil wordt ook wel de 'Act of Magic' genoemd. Met die term wordt goed tot uitdrukking gebracht dat de vennootschap *blijvend* kan beschikken over het gestorte kapitaal, zonder dat de aandeelhouders de aan de kapitaalstorting verbonden liquiditeiten verliezen vanwege de mogelijkheid ter beurze aandelen te kunnen verkopen. Zie L. Lowenstyn, 1988, pp. 90-91.
- 5 In het vervolg zullen wij zowel de term *goed bestuur* als de term *corporate governance* gebruiken.
- 6 Als gevolg van de corporate governance-discussie valt onderscheid waar te nemen tussen enerzijds het Anglo-Amerikaanse model, waarin de *shareholders* centraal staan, en anderzijds het continentaal-Europese model, waarin niet alleen aan de belangen van de aandeelhouders, maar ook aan de belangen van de overige *stakeholders* gewichtige betekenis wordt toegekend. Deze twee modellen laten

- zich niet goed mengen, maar toch is mede onder invloed van de Europese regelgeving sprake van een convergerende tendens.
- 7 Naar ons oordeel is het nuttiger te spreken van *maatschappelijk ondernemen*, omdat het woord verantwoord betrekking heeft op het afleggen van verantwoording over het gevoerde beleid, doch het beleid zelf getypeerd moet worden als *maatschappelijk ondernemen*.
 - 8 In de Rodamco North America-zaak speelde aandeelhouder en pensioenfonds ABP een cruciale rol door haar belang in Rodamco aan een van de belagers van dit vastgoedfonds, Westfield, te verkopen uit onvrede met het beleid van het bestuur van Rodamco en de resultaten ervan.
 - 9 Een voorbeeld van aandeelhoudersactivisme en maatschappelijk ondernemen door pensioenfondsen is tevens het stopzetten van het uitlenen van aandelen aan hedge funds door ABP en PGGM, *Het Financieel Dagblad*, 29 juli 2002.
 - 10 Wetsvoorstel tot invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de Ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap, nr. 25 732.
 - 11 Op moment van schrijven ligt het Wetsvoorstel nog steeds bij de Tweede Kamer en wordt er nog gestudeerd op aanvullingen. Of het nieuwe kabinet snel tot behandeling zal overgaan, is nog onduidelijk.
 - 12 Steins Bisschop (1991). Dit beginsel is als zodanig ook in het wetsvoorstel beschermingsmaatregelen en in de hedendaagse praktijk van overnames terug te vinden.
 - 13 Hof Amsterdam, 3 maart 1999, JOR 1999 nr. 87, Hof Amsterdam, 22 maart 1999, JOR 1999, nr. 88 en Hof Amsterdam, 27 april 1999, JOR 1999 nr. 105.
 - 14 Deze term beoogt de positie aan te duiden van aandeelhouders van minderheidspakketten tegenover de positie van de houder van één pakket waarin feitelijk de zeggenschap is geconcentreerd, niet door meerderheidsbezit van het kapitaal, maar veeleer door het ontbreken van eenstemmigheid bij de overige kapitaalverschaffers. Deze pakkethouder kan feitelijk controle uitoefenen omdat de overige aandeelhouders geen geconcentreerd machtsblok vormen. Zie bijvoorbeeld de positie van Casino in de aandeelhoudersvergadering van Laurus. Het lijkt dus beter te spreken van 'ingeklemde' aandeelhouders dan van 'minderheidsaandeelhouders'.
 - 15 De Commissie-Winter (officieel: High Level Group of Company Law Experts) werd ingesteld om de impasse te doorbreken die was ontstaan na het mislukken van de totstandkoming van de 13de richtlijn.
 - 16 Zo'n gelijk speelveld, *level playing field*, is een van de voornaamste doelstellingen van de Europese Commissie en moet nog in het eerste decennium van de 21ste eeuw mede hebben geleid tot een Europese kapitaalmarkt waarbinnen dezelfde regels en mogelijkheden bestaan voor aandeelhouders, maar ook voor financiële instellingen. Onderdeel van de verwezenlijking van een *level playing field* voor de financiële markten is mede de oprichting van de Commissie Lamfalussy en het opstellen van het Financial Service Action Plan.
 - 17 www.minfin.nl.
 - 18 Rb Haarlem 12-06-1991, NJ 1991 nr. 554.
 - 19 Ondernemingen met een eigen vermogen van 13 miljoen euro, tenminste honderd werknemers in de regel in dienst in Nederland en een krachtens wettelijke verplichting ingestelde ondernemingsraad.
 - 20 Zie het SER-Advies *Het functioneren van de structuurregeling* van 19 januari 2001.
 - 21 Wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de structuurregeling, kamerstuknummer 28 179.
 - 22 Kennelijk in het kader van de nieuwe tijdgeest kwamen medio 2002 vier beursgenoteerde vennootschappen, CSM, Vedor, Numico en Vopak, met het bericht dat het structuurregime werd afgezwakt of afgeschaft. In het *Financieel Dagblad* van 24 juni 2002 wijst Bartjens erop dat bij sommige van deze beursvennootschappen via de achterdeur echter nieuwe beschermingsmaatregelen werden binnengehaald. Aan de hand van het koersverloop van het aandeel CSM wijst hij ook op het feit dat beschermingsmaatregelen de koers van een aandeel kunnen drukken.
 - 23 Zie Van den Ingh (2002).
 - 24 Gerechtshof Amsterdam 11 maart 1999, JOR 1999 nr. 89 (m.nt. M. Brink).
 - 25 R.o. 4.2 en 4.3.
 - 26 Zie over de redelijkheids- en billijkheidsnormering de analyse van Kemperink, 2002, p. 238.
 - 27 Ook de aandeelhouder die erop gericht is de controle over de vennootschap te verwerven, dient volgens de OK onder omstandigheden rekening te houden met anderen die bij de vennootschap zijn betrokken, zoals werknemers en ook andere aandeelhouders. Zie bijvoorbeeld r.o. 4.16 in de voornoemde Uni-Invest/Breevastzaak.
 - 28 In de HBG uitspraak kwam de term 'profiel' naar voren. Zodra het profiel van de onderneming zou veranderen, moet het bestuur haar aandeelhouder consulteren.
 - 29 De opvattingen daarover verschillen echter, zie Kemperink, 2002, en Nieuwe Weme, 2002.
 - 30 R.o. 3.55.
 - 31 Hof Amsterdam, 24-11-1994, NJ 1995 nr. 474. De Hoge Raad wees een verzoek van Wijsmuller in cassatie af: HR 20-11-1996, NJ 1997 nr. 188.