



Baggeren in nieuwe structuurregeling

Auteur(s):

Nat, M. van der

De auteur is programmadirecteur van de postdoctorale opleiding treasury management van de Vrije Universiteit. Hiernaast is hij afdelingsdirecteur van abnamro en plaatsvervangend kroonlid van de ser.

Theo@vanderNat.org

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4374, pagina 643, 13 september 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

fusies

De komende structuurregeling versterkt de positie van de aandeelhouders. De ondernemingskamer gaat in bepaalde opzichten verder. Een aanpassing van het wetsontwerp ligt voor de hand.

Begin 2001 heeft de ser op verzoek van het kabinet een advies uitgebracht over de structuurregeling¹. De aanbevelingen, die de positie van de aandeelhouders versterken, zijn voor een groot deel overgenomen in wijzigingsvoorstellen².

De recente uitspraak van de ondernemingskamer in de hbg-zaak gaat in bepaalde opzichten verder dan het wetsontwerp dat inmiddels in behandeling is bij het parlement. In hoofdlijnen komt de casus er op neer dat Koninklijke Boskalis Westminster nv een bod uitbrengt op de baggeractiviteiten van Hollandsche Beton Groep, die in een aparte werkmaatschappij Hollandsche Aanneming Maatschappij bv zijn ondergebracht³. De Raad van bestuur en de Raad van commissarissen van hbg gaan hier niet op in en besluiten een samenwerking op het gebied van baggeren aan te gaan met Ballast Nedam nv. Dit besluit wordt niet ter goedkeuring voorgelegd aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (ava). Diverse aandeelhouders die de voorkeur geven aan het bod van Boskalis accepteren dit niet en spannen een procedure aan bij de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam. Het gerechtshof gaat gedeeltelijk mee met een aantal bezwaren, maar draait het besluit van hbg niet terug. De strijd om de baggerdivisie is thans een gelopen race, maar de overwegingen van het gerechtshof zijn nog steeds relevant voor het corporate-governancedebat en de rechtsvorming met betrekking tot de structuurvennootschap. In dit artikel zal eerst de uitspraak van het gerechtshof worden geanalyseerd. Vervolgens wordt deze uitspraak vergeleken met het ser-advies. Tenslotte wordt nagegaan of de hbg-uitspraak aanleiding geeft om het wetsontwerp aan te passen.

Corporate governance

Het gerechtshof analyseert niet alleen de kwantitatieve aspecten van beide samenwerkings varianten, maar ook de strategische aspecten zoals het al dan niet passen in de (groei)strategie van hbg. Als toetsingskader gaat het gerechtshof naast de bestaande wetgeving uitdrukkelijk uit van de thans breed in de samenleving gedragen opvattingen over corporate governance en in het bijzonder de toegenomen rol van de ava. Dit wordt versterkt doordat hbg zelf in haar jaarverslag aangeeft diverse aanbevelingen van het corporate governance rapport van de commissie-Peters over te nemen⁴. Het gerechtshof geeft aan dat onderschrijving van deze aanbevelingen naar externe partijen niet vrijblijvend is en rechtsgevolgen kan opleveren. Hier komt bij dat hbg en Ballast Nedam in hun startovereenkomst ('memorandum of understanding') zelf er reeds rekening mee houden dat een goed bod van een derde partij een grond kan opleveren om de onderhandelingen te beëindigen. Het gaat om de situatie waarin een bod dermate gunstig is voor de aandeelhouders, dat een afwijzing in strijd met de beginselen van corporate governance zou zijn.

Het probleem is dat hbg niet met alle aanbevelingen van het rapport-Peters even ver gaat en zich naar buiten uitdrukkelijk op het standpunt stelt dat het strategische beleid in handen is van de ondernemingsleiding. Er is mogelijkheid tot discussie met alle belanghebbenden, maar in de visie van hbg beperkt de formele rol van de ava zich uiteindelijk tot die van gremium waaraan slechts achteraf verantwoording wordt afgelegd. Het belangrijkste aspect van de uitspraak is dat het gerechtshof in zijn analyse laat zien dat door de onderneming gehanteerde beperkingen niet zo ver kunnen gaan dat de beginselen van corporate governance in zijn algemeenheid al te zeer terzijde kunnen worden geschoven.

Toetsing in twee stappen

Praktisch betekent dit dat onderzocht moet worden of de afwijzing van het bod van Boskalis zonder instemming van de ava in strijd is met de beginselen van corporate governance. Het gerechtshof doet dit in twee stappen. Eerst wordt naar de feitelijke waarde van het bod gekeken. Vervolgens wordt indien wat dit betreft de afwijzing geen probleem oplevert, nagegaan of er andere aspecten in het geding zijn die wel tot een andere gang van zaken hadden moeten leiden. Wanneer dat ook niet het geval is en de ava geen instemmingsrecht heeft, resteert de vraag of de ava toch enige vorm van adviesrecht heeft. In de volgende paragrafen zal nagegaan worden hoe het gerechtshof een en ander uitwerkt, waarna de benadering van het gerechtshof vergeleken wordt met die van het ser-advies en het daarop gebaseerde wetsontwerp.

Waarderingsaspecten

Het gerechtshof gaat, mede ingegeven door de bepalingen in het memorandum of understanding, uitvoerig in op de verschillende berekeningen die ten grondslag liggen aan de waardering van de aangegeven samenwerking met Ballast Nedam en het alternatieve bod van Boskalis. De bedrijfseconomische analyses, die zijn gebaseerd op netto contante waardemethoden en ebitda-methoden (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization), zijn voor de vaststelling van de feitelijke situatie zeker interessant. Belangrijker is echter de wijze waarop met de uitkomsten van deze analyses wordt omgegaan. Het komt er op neer dat het gerechtshof vaststelt of beide alternatieven elkaar op basis van aandeelhouderswaarde sterk ontlopen, waarbij rekening gehouden wordt met de bij dergelijke berekeningen gebruikelijke bandbreedten. Volgens de verschillende berekeningen is dat niet het geval. Volgens het gerechtshof staat het hbg dan wat betreft de waarderingsaspecten vrij om het aanbod van Boskalis af te wijzen. Voor de beoordeling van de handelwijze van hbg gaat het echter niet alleen om de aandeelhouderswaarde.

Strategische aspecten

Minstens even belangrijk zijn de strategische aspecten. De toetssteen die het gerechtshof hanteert is of een samenwerking past binnen het profiel van de gebruikelijke ondernemingsactiviteiten. Indien dat het geval is, zo luidt de uit de uitspraak te halen hoofdregel, dan is er niets aan de hand. Is echter duidelijk het tegendeel het geval, dan is de toestemming van de ava in beginsel wel vereist, waarbij het gerechtshof wederom duidelijk verwijst naar de in de samenleving bestaande opvattingen over corporate governance. De reikwijdte van deze regel blijkt bij de toepassing in de praktijk. Hier concludeert het gerechtshof dat samenwerking met Ballast Nedam geen majeure verandering in het ondernemingsprofiel teweeg brengt, daar de bestaande baggeractiviteiten gehandhaafd blijven. Dit zou anders liggen bij aanvaarding van het bod van Boskalis. Dan zouden de baggeractiviteiten uit het concern verdwijnen, waardoor instemming van de ava vooraf in beginsel wel noodzakelijk zou zijn.

Goedkeuring aandeelhouders

Het verwijt van aandeelhouders is nu juist dat hbg het bod van Boskalis niet accepteert. De gedachten van het gerechtshof zijn in die zin asymmetrisch, dat een afwijzing in zijn algemeenheid niet ter goedkeuring aan de ava hoeft te worden voorgelegd. De redenering is echter consistent, daar een dergelijk besluit niet tot verandering in het ondernemingsprofiel leidt. De goedkeuring van de ava is niet vereist en de ontevreden aandeelhouders worden in het ongelijk gesteld. Het feit dat het gerechtshof wel van mening is dat de aandeelhouders vooraf geconsulteerd hadden moeten worden en hbg in strijd met de beginselen van behoorlijk ondernemerschap heeft gehandeld door hiervan af te zien, is voor de aandeelhouders slechts een troostprijs. De ondernemingskamer concludeert immers dat de weigering van het bod in stand blijft, ook al sluit het niet uit dat strijd met de beginselen van behoorlijk ondernemerschap in andere situaties wel consequenties heeft voor de geldigheid van het betreffende bestuursbesluit.

De hoofdlijn

Hoewel de uitspraak niet geheel los gezien kan worden van de wijze waarop hbg zelf heeft geopereerd en naar buiten is getreden, kan toch (vereenvoudigd weergegeven) een algemene hoofdlijn in de benadering van het gerechtshof gevonden worden. Een besluit zal op verzoek van de aandeelhouders niet gauw worden teruggedraaid indien daar geen bijzondere wetsregel voor is. Wanneer een besluit echter duidelijk ten koste gaat van de aandeelhouders waarde of het profiel van de onderneming wezenlijk aantast, dan is dit wel denkbaar. Het grensverleggende van de uitspraak is dat het geschreven recht aangevuld wordt met in de samenleving geaccepteerde regels met betrekking tot de corporate governance. Het feit dat het gerechtshof, juist omdat het geen wettelijke regels zijn, bij de toepassing zich voorzichtig opstelt, doet hier niets aan af. Ervan uitgaande dat de Hoge Raad de visie van het gerechtshof deelt, zal het bedrijfsleven er rekening mee moeten houden dat strijd met de minimumvereisten voor een goede corporate governance een grond kan zijn om een bestuursbesluit aan te tasten.

Het ser-advies

De opvattingen van het gerechtshof sluiten aan bij de aanbevelingen met betrekking tot de versterking van de positie van de ava in het ser-advies. De ser adviseert dat in het verlengde van de bevoegdheden die zij reeds heeft, de ava een goedkeuringsrecht dient te hebben van besluiten die, globaal gezegd, ertoe strekken of tot gevolg hebben dat de identiteit of het karakter van de vennootschap sterk verandert. De ser denkt hierbij aan besluiten die strekken tot overdracht van de gehele of vrijwel de gehele onderneming van de vennootschap en besluiten als het aangaan dan wel verbreken van duurzame samenwerking met of deelneming in andere ondernemingen, in de vorm van investeringen, respectievelijk desinvesteringen. Hoewel er verschillen in accent zijn en in de concrete uitwerking verdere verschillen kunnen opduiken, moet vastgesteld worden dat deze aanbevelingen en de benadering in de hbg uitspraak elkaar tot zover goed kunnen verdragen.

Toetsing ingrijpend karakter

Met betrekking tot de kwantitatieve aspecten is er wel een verschil. De ser geeft in overweging om het ingrijpende karakter kwantitatief te toetsen, door het goedkeuringsvereiste alleen te doen gelden voor bestuursbesluiten waar een zeker minimum volume mee gemoeid is uitgedrukt als percentage van het balanstotaal of een ander relevant balanscijfer. Het ser-advies gaat uit van de fictie dat een bestuursbesluit waarmee een relatief grote transactie is gemoeid, altijd ingrijpend is. Vanuit het oogmerk een eenvoudig juridisch toetsingskader te creëren, is hier op zich veel voor te zeggen.

Het gerechtshof gaat daarentegen in zijn hele analyse uit van een benadering waarbij het ingrijpende karakter getoetst wordt aan het daadwerkelijke effect van het bestuursbesluit. Dit effect wordt dan gekwantificeerd door de verwachte wijziging van de aandeelhouderswaarde, dan wel zichtbaar gemaakt door de verwachte wijziging in het ondernemingsprofiel. Het volume van de onderliggende transactie zelf geeft in deze redenering hoogstens een indicatie van het verwachte effect. In feite wordt hier een bedrijfseconomische analyse gehanteerd die meer aansluit bij de huidige ontwikkelingen op het gebied van de corporate governance. Deze benadering is dan ook niet in strijd met het ser-advies, maar zou eerder als stap verder in de richting van het streven naar een goede corporate governance kunnen worden gezien.

Het wetsontwerp

In het wetsontwerp worden de in het ser-advies voorgestelde toetsingscriteria voor ingrijpende bestuursbesluiten concreet uitgewerkt. De nieuwe wetsartikelen worden zo veel mogelijk in overeenstemming gebracht met de eisen voor een goede corporate governance. Hierdoor is het niet nodig om als kapstok te verwijzen naar de in de maatschappij geaccepteerde opvattingen met betrekking tot de corporate governance. Het is zelfs de vraag of men onder het nieuwe regime deze maatschappelijke opvattingen nog wel zo gemakkelijk van toepassing kan verklaren, voor zover deze niet reeds in de wet zelf tot uiting komen. Dit roept de vraag op of het gewenst is om de mogelijkheid het ingrijpend karakter van bestuursbesluiten te toetsen alsnog op te nemen te binnen de komende wettelijke regeling.

Toetsingskader

Dit is vooral van belang nu het door de ser aanbevolen goedkeuringsrecht voor besluiten die het karakter of de identiteit van de onderneming sterk veranderen niet in algemene termen is overgenomen, maar geconcretiseerd is in een drietal nauwkeurig omschreven besluiten met betrekking tot overdracht van de onderneming, het aangaan van samenwerking met een andere rechtspersoon en het nemen of afstoten van een deelneming. Vanuit de gedachte een helder toetsingskader te creëren is dit begrijpelijk, maar het is de vraag of dit niet tot een te nauw omschreven lijst van goed te keuren besluiten leidt. De positie van aandeelhouders bij investeringen en desinvesteringen van activiteiten die ondergebracht zijn in een aparte rechtspersoon is in het wetsontwerp geheel anders dan wanneer die zelfde activiteiten zouden zijn ondergebracht in een divisie. Investeringen en desinvesteringen anders dan in de vorm van een deelneming vallen immers niet onder de goedkeuringsplicht.

Bij duurzame samenwerking van de vennootschap of een dochtervennootschap met een andere vennootschap speelt deze problematiek minder, daar het wetsontwerp geen vormvereisten voor de aard van de samenwerking oplegt. Ook wordt geen aan het balanstotaal gerelateerd criterium gegeven waaraan voldaan moet worden om het goedkeuringsvereiste te doen gelden. Slechts aangegeven wordt dat de samenwerking van ingrijpende betekenis moet zijn, waarbij dit volgens de memorie van toelichting beoordeeld moet worden tegen de achtergrond van het voor investeringen geïntroduceerde criterium.

Conclusie

Het ligt niet voor de hand om goedkeuring van de ava te eisen in alle gevallen waarin, om een voorbeeld te noemen, de onderneming onroerend goed koopt of verkoopt. Er zijn echter situaties denkbaar waarin een investering of desinvestering die niet in de vorm van een deelneming plaats vindt dermate veel consequenties heeft dat voorlegging aan de ava wel op zijn plaats zou zijn. Dit pleit er voor het wetsontwerp aan te vullen. Wellicht kan de benadering in de hbg-uitspraak uitkomst brengen, waarbij op zijn minst gedacht kan worden aan een benadering waarbij besluiten waarvan aangenomen kan worden dat deze tot een majeure wijziging in aandeelhouderswaarde kunnen leiden aan de ava ter goedkeuring moeten worden voorgelegd. Zou hiervan afgezien worden, dan zou het wetsontwerp ten opzichte van de hbg-uitspraak wat dit betreft een stap terug zijn. Dit zou jammer zijn, daar de hbg-uitspraak met zijn analyse duidelijk laat zien dat een begrip als aandeelhouders waarde wel degelijk werkbaar is. Voor het juridische toetsingskader is een en ander misschien lastig, maar voor de corporate governance praktijk is het een verdere stap voorwaarts.

1 Sociaal Economische Raad, Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling, 's-Gravenhage, 2001.

2 Wijziging van boek 2 BW in verband met aanpassing van de structuurregeling, Tweede Kamer, vergaderjaar 2001-2002, 28 179, nrs. 1-2.

3 Ondernemingskamer Gerechtshof Amsterdam, Beschikking 21 januari 2002, zaak 810/2001 OK.

4 Commissie Corporate Governance (commissie-Peters), Aanbevelingen inzake corporate governance in Nederland, Amsterdam, 1997.