

# Beroering in vennootschapsland

# ESB

## Rubrieken

De Nederlandse kapitaalmarkt krijgt, tegen wil en dank, te maken met de openbare werking van het zeggenschapsmechanisme bij de besturing van ondernemingen. Jarenlang hebben ondernemingsbestuurders kennis kunnen nemen van de verwickelingen rond onvriendelijke overnamebiedingen en de gevechten met volmachten in het buitenland, in de geruststellende wetenschap dat zulke dingen in ons land niet aan de orde zijn. Sinds enige tijd weten we beter. De zomer van 1987 bracht de strijd om het uitgeverconcern Kluwer, dat op het nippertje door 'white knight' Wolters-Samsom werd gered uit handen van de ongewenste belager Elsevier. De wijze waarop de uiteindelijke uitkomst van deze strijd tot stand is gekomen heeft voor eens en voor altijd de beslissende invloed duidelijk gemaakt van het actief verzamelen van het minimaal vereiste aantal stemmen van aandeelhouders.

In het begin van dit jaar kwam de uitgeverwereld opnieuw in beroering door het gevecht om de hoogte van de overnameprijs die VNU voor de aandelen van het krantenconcern Audet heeft moeten betalen. Ook hier ging het vooral om de vraag in wiens handen de '50% plus' van de stemrechten terecht zouden komen. Op het moment dat deze strijd werd beslecht (eind februari haalde het bestuur van VNU bakzeil en kwam op de valreep met een verhoging van de overnameprijs alsnog tegemoet aan de wens van een dwarsliggende groep aandeelhouders) was ondernemend en aandeelhoudend Nederland nog maar net bekomen van de beroeringen die de affaire Nedlloyd teweeg had gebracht.

De navolgende beschouwing is opgesteld naar aanleiding van 'de zaak Nedlloyd', zoals die zich tot aan het begin van dit voorjaar heeft ontwikkeld. Ten behoeve van deze beschouwing is het dienstig de casus kort in te leiden.

## Nedlloyd

De Koninklijke Nedlloyd Groep N.V. (met een rijke historie in de zeescheepvaart, maar ook werkzaam in de luchtvaart en in het wegtransport, en voorts met onder meer belangen in de ener-

giesector) maakt aan het begin van dit jaar het voornemen bekend ten laste van het boekjaar 1987 door een eenmalige extra afschrijving van ongeveer 1 miljard gulden de boekwaarde van de activa te willen aanpassen aan de marktomstandigheden in met name de zeescheepvaart. Tevens kondigt het bestuur aan de statuten van de vennootschap te willen wijzigen, onder meer met het doel de uitgifte van cumulatief preferente aandelen mogelijk te maken. Een groot-aandeelhouder, de uit Noorwegen afkomstige scheepvaart-expert Hagen, deelt publiekelijk mee dat het op diversificatie gerichte beleid van het Nedlloyd-bestuur naar zijn mening verlaten zou moeten worden en dat bij een beleid van concentratie op en verdere ontwikkeling van de scheepvaartactiviteiten de voorgestelde afwaardering van de activa niet nodig is.

De kwestie van de afwaardering der activa – en van de achterliggende ondernemingsstrategie – zal centraal staan in de jaarvergadering van aandeelhouders in juni (wanneer de jaarrekening ter goedkeuring wordt voorgelegd). Maar deze kwestie heeft haar schaduw vooruitgeworpen tijdens twee buitengewone aandeelhoudersvergaderingen die aan het begin van dit jaar zijn gehouden over het voorstel tot statutenwijziging. Tijdens de buitengewone vergadering in januari blijkt het volgens de vigerende statuten vereiste quorum niet aanwezig te zijn. Derhalve wordt in februari een tweede buitengewone vergadering van aandeelhouders uitgeschreven. Beide vergaderingen hebben een roerig verloop gehad, waarin de confrontatie van het ondernemingsbestuur met een oppositionele groep aandeelhouders (i.c. de groep rond Hagen) centraal stond. In de (financiële) pers is uitvoerig over de zaak bericht en de tweede vergadering heeft zelfs het late NOS-journaal gehaald. Er was dus kennelijk het een en ander aan de hand.

De affaire Nedlloyd heeft een aspect van de strijd om de macht binnen de algemene vergadering van aandeelhouders laten zien, dat tot dusverre in ons land nog niet op zo'n indringende wijze in de openbaarheid is gekomen. Nedlloyd heeft aan het begin van dit jaar geschiedenis geschreven met een heu-

se *volmachten-oorlog*. Voorafgaand aan de buitengewone vergadering in februari zijn de aandeelhouders via advertenties in de media opgeroepen hun stem bij volmacht af te geven aan de positionele groep, dan wel aan een groep verontruste aandeelhouders die verklaarde het bestuur te willen steunen. En op de vergadering heeft het stemmen bij volmacht voor hoog oplopende conflicten gezorgd. Wie de ontwikkelingen tijdens de turbulente aandeelhoudersvergadering van 12 februari jl. van nabij heeft meegemaakt, beseft hoezeer wij in Nederland nog moeten wennen aan dit soort praktijken die nu toch echt vanuit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk naar het Europese continent lijken over te waaien.

De ontwikkelingen rond Nedlloyd hebben verschillende zaken naar voren gebracht, waarvan ik er onderstaand drie wil belichten, te weten:

- de onder aandeelhouders heersende opvattingen omtrent de onderneming;
- de omgang van bestuurders met 'hun' aandeelhouders;
- het bestaan en de invloed van z.g. beschermingsconstructies.

## Aandeelhouder en onderneming

Met betrekking tot het eerste thema konden tijdens de genoemde Nedlloyd-vergadering enkele typerende meningen worden gehoord. Enerzijds was daar een niet mis te verstaan betoog van een aandeelhouder die het bestuur de simpele vraag voorlegde welke van de voorhanden beleidsalternatieven (i.c. het diversificatiebeleid dat het bestuur voorstaat versus de voorstellen die groot-aandeelhouder Hagen op tafel heeft gelegd) naar verwachting zal resulteren in de hoogste aandelenkoers. Kort en krachtig was de boodschap: het enige wat aandeelhouders interesseert, is de waarde van hun aandelenbezit en op grond daarvan zal het beleid worden beoordeeld. Anderzijds was er de opstelling van verschillende aandeelhouders die betoogden dat kapitaalverschaffers hun aandacht niet kunnen en mogen beperken tot het eigen gewin, maar zich ook moeten op-

stellen als een verantwoordelijke partij binnen de totale onderneming. Deze voorzet werd door de voorzitter van de Raad van Commissarissen van Nedlloyd opgepakt met een uiteenzetting van de filosofie, dat een onderneming een samenstel van verschillende participanten is (met name is ook het belang van de werknemers evident), waarbinnen het bestuur onder meer tot taak heeft te waken voor een evenwicht en zo mogelijk een integratie van de verschillende belangen.

Kan de vergadering van aandeelhouders de onderneming beschouwen als hun gezamenlijke beleggingsobject waarvan het bestuur de marktwaarde (zoals die volgt uit de aandelenkoers) dient te maximaliseren, of moeten aandeelhouders de waarde van hun participatie zien in samenhang met de belangen van andere betrokkenen en het als de taak en bevoegdheid van het bestuur aanvaarden de noodzakelijke afwegingen te maken? In ons land lijkt de laatste opvatting nog steeds te domineren. Maar hoever kan het bestuur van een vennootschap gaan in het nevenschikken van de aandeelhoudersbelangen ten opzichte van die van andere betrokkenen (waaronder die van het bestuur zelf)? De affaire Nedlloyd heeft duidelijk gemaakt dat een openhartige opstelling ten opzichte van de vermogensverschaffers in dit verband een belangrijk vereiste is.

## Bestuur en aandeelhouders

Daarmee kom ik op het tweede thema van deze beschouwing. In dat verband is het van belang iets meer te vermelden omtrent het voorstel tot statutenwijziging, dat in de buitengewone aandeelhoudersvergaderingen van Nedlloyd aan de orde was.

Dit voorstel had onder meer ten doel de mogelijkheid te creëren tot uitgifte van cumulatief preferente aandelen. In de januari-vergadering liet het bestuur grote onduidelijkheid bestaan aangaande de voorwaarden waaronder en de partijen aan wie deze 'cumprefs' zouden worden uitgegeven. Het zou gaan om een onderhandse emissie van nominaal f 175 miljoen (cumprefs op naam)<sup>1</sup>. Het uitstaande gewone aandelenkapitaal bedroeg nominaal ruim f 173 miljoen<sup>2</sup>; dus de vrees leek gerechtvaardigd dat via de emissie van cumprefs de zeggenschapsrechten van de bestaande aandeelhouders wezenlijk worden aangetast. (Weliswaar zouden de kopers van de cumprefs ("enkele grote financiële instellingen") deze onderbrengen in een administratiekantoor, dat hun in ruil daarvoor certificaten zou verstrekken; maar er was geen duidelijkheid waarborg dat de certifi-

cering niet op een kritiek moment ongedaan zou kunnen worden gemaakt, zodat het bestuur zich met hulp van de cumpref-houders ("bevriende" financiële instellingen?) een 'lastige' meerderheid van gewone aandeelhouders van het lijf zou kunnen houden). Niettemin volstond het bestuur met de mededeling dat het hier slechts om een voordelige financieringstransactie ging (bedoeld ter dekking van een omvangrijke aflossing van leningen in 1988) en weigerde verdere informatie te geven. Tijdens de januari-vergadering bleek dat een dergelijke onduidelijkheid op grote weerstanden stuitte. Toch heeft het bestuur nog tot vlak vóór – en op één punt zelfs tot tijdens – de tweede vergadering gewacht met het verstrekken van de informatie waarvan zonder meer duidelijk was dat de zittende aandeelhouders daaraan groot gewicht hechtten.

In de februari-vergadering was evenwel al met al de duidelijkheid verkregen dat de cumprefs geen beschermingsconstructie zouden gaan vormen ten nadele van de huidige aandeelhouders (onder meer zegde het bestuur ter plekke toe dat, indien de financiële instellingen bij wie de cumprefs zouden worden geplaatst in de toekomst zouden overwegen de certificering van de cumprefs op te heffen, terstond aan de vergadering van aandeelhouders zal worden voorgesteld de cumprefs in te trekken). De vergadering leek in ruime meerderheid met het bestuur mee te gaan; in het algemeen kreeg het bestuur in de loop van de bijeenkomst veel steun en bijval. Tot het moment waarop het onverhoeds een achtergehouden troefkaart uit de mouw liet komen. Pal vóór de stemming maakte het bestuur onverwachts bekend ongeveer 25 % van de aanwezige stemmen niet als geldig te zullen erkennen, vanwege vermeende onregelmatigheden met de volmachten waarop deze stemmen steunden (onder verwijzing naar jurisprudentie inzake de onrechtmatigheid van het gebruik van 'stromannen'). Die juridische manoeuvre veranderde de sfeer van de vergadering ingrijpend en deed de emoties soms hoog oplopen. Diverse aandeelhouders verklaarden dat hun stellige voornemen het bestuursvoorstel inzake de statutenwijziging te steunen, op slag was vervallen vanwege de wijze waarop het bestuur vlak voor de stemming een eigen coup pleegde.

Had het bestuur een andere keus? Juristen zullen het moeten uitmaken. In ieder geval is zeer duidelijk geworden dat de wijze waarop het bestuur deze zaak heeft gespeeld zeer averechts heeft gewerkt. Na de matige vertoning tijdens de eerste vergadering in januari – volharden in het onthouden van gevraagde informatie – toonde het Nedlloyd-bestuur tijdens de vergadering in februari ten tweede male een ge-

brek aan 'goede omgangsvormen' jegens de eigen aandeelhouders. De verwerping van het voorstel tot statutenwijziging vormde in dit verband een pijnlijke nederlaag.

## Beschermingsconstructies

Bezien we de achtergrond van de commotie tijdens de genoemde vergadering, dan komt het derde thema van deze beschouwing naar voren: het bestaan van zogenoemde beschermingsconstructies. Nederlandse vennootschappen maken gebruik van diverse constructies die de zeggenschap van de aandeelhouders in meer of mindere mate kunnen beperken, zulks nog afgezien van de structuurregeling die de wet voorschrijft aan 'grote' vennootschappen. De statuten van Nedlloyd – het concern is een structuurvennootschap – kennen onder meer de volgende stemrechtbeperking: een individuele aandeelhouder kan ten hoogste 120 stemmen uitbrengen, ook al heeft hij of zij een veelvoud van dit getal aan aandelen in bezit. (Het totale aantal uitstaande aandelen Nedlloyd bedraagt ruim 3,46 miljoen stuks). Door deze stemrechtbeperking wordt de invloed van groot-aandeelhouders uiteraard sterk gereduceerd. Deze beperking is dan ook een van de aanleidingen tot het genoemde volmachtenprobleem ('grote' aandeelhouders zouden hun aandelen onder 'stromannen' hebben verdeeld, welke laatsten zich via volmachten ter vergadering laten vertegenwoordigen; per saldo zou zodoende door een groot-aandeelhouder een veelvoud van 120 stemmen kunnen worden uitgebracht).

Het vraagstuk van de beschermingsconstructies staat momenteel volop in de belangstelling, mede nadat het bestuur van de Vereniging voor de Effectenhandel ('het beursbestuur') de discussie heeft aangezet. Aan het einde van het vorige jaar heeft een door dit bestuur ingestelde commissie (de bekende commissie-Van der Grinten) een rapport uitgebracht waarin de variëteit van beschermingsconstructies bij Nederlandse vennootschappen nog eens

1. De beoogde emissie betreft 3,5 miljoen 5,9% cumulatief preferente aandelen à f 50 nominaal; à pari uit te geven aan vier niet nader aangeduide financiële instellingen. De voorgestelde statutenwijziging maakt het mogelijk in een later stadium nog eens nominaal f 175 miljoen cumprefs te plaatsen.  
2. Er staan per einde 1986 3.465.681 gewone aandelen à f 50 nominaal uit. Tevens zijn er 15 prioriteitsaandelen geplaatst (per stuk f 10.000 nominaal).

op een rij wordt gezet. Als de meest voorkomende worden genoemd:

- het hanteren van prioriteitsaandelen met bijzondere bevoegdheden;
- het speciaal voor beschermingsdoel-einden onderhands plaatsen van preferente aandelen;
- het certificeren van aandelen via een administratiekantoor;
- een beperking van het aantal uit te brengen stemmen;
- de toepassing van een 'holding company'-constructie<sup>3</sup>.

Onlangs is het beursbestuur met een eigen standpunt naar buiten gekomen, waarin onder meer een cumulatie van beschermingsconstructies wordt afge-wezen. In het kort gezegd is het beurs-bestuur van mening dat aan de beurs-genoteerde ondernemingen naast de onder b genoemde mogelijkheid maxi-maal één van de overige constructies zouden mogen toepassen. De discussie hierover lijkt nog niet te zijn voltooid en de aandachtige krantenlezer(es) zal hieromtrent nog wel het een en ander kunnen vernemen.

In het kader van de onderhavige be-schouwing rijst de vraag in hoeverre er een verband kan zijn tussen de aanwe-zigheid van effectieve beschermings-constructies en de opstelling van het bestuur van een vennootschap jegens de eigen-vermogensverschaffers. Anders gesteld, impliceert de wetenschap van een ondernemingsbestuur dat het goed beschermd is tegen de invloed van kritische aandeelhouders de verleiding tot het verwaarlozen van een goede (informatie-)omgang met aandeel-houders? En zou derhalve een beper-king van de beschermingsconstructies een heilzaam effect kunnen hebben op de bereidheid van bestuurders tot het geven van openheid van zaken, waar-mee tevens zou worden gewaarborgd dat het beleid van ondernemingen via de werking van het zeggenschapsme-chanisme tot op zekere hoogte wordt getoetst aan 'de tucht van de vermogensmarkt'. Of moet ervoor worden ge-waakt dat het ondernemingsbeleid wordt overgeleverd aan de eenzijdige belangen van vermogensverschaffers, en hebben de beschermingsconstruc-ties derhalve een functie het onderne-mingsbestuur de onafhankelijkheid te geven die nodig is voor een zorgvuldig afweging van belangen.

Ik denk dat de aard van een onder-neming als een samenwerkingsver-band van diverse participanten met zich meebrengt, dat de mogelijkheid tot een dergelijke belangenafweging aanwezig moet blijven. Dit impliceert overigens niet dat eenvoudig valt aan te geven hoeveel bescherming tegen de invloed van aandeelhouders daartoe gerecht-vaardigd is. Maar indien de door vige-rende beschermingsconstructies ge-

creëerde onafhankelijkheid een be-stuur zou (ver)leiden tot een opstelling jegens vermogensverschaffers zoals die aan het begin van dit jaar bij Nedlloyd ten toon is gespreid, lijkt een vermindering van de bescherming te-gen de invloed van het zeggenschaps-mechanisme gewenst, ten einde een alerte en voldoende toeschietelijke om-gang van besturen met 'hun' aandeel-houders te bevorderen. In dat licht be-zien vormen de recente beroeringen in de vennootschapsland méér dan enke-le afzonderlijke interessante gevallen.

F.M. Tempelaar

De auteur is verbonden aan de vakgroep Be-drijfseconomie van de Rijksuniversiteit Gro-ningen.

3. In het geval van Nedlloyd zijn de vormen a. en d. van toepassing, terwijl de discussie rond de eerder genoemde buitengewone aandeelhoudersvergaderingen zich onder meer richtte op het eventuele ontstaan van een constructie volgens b.

## Agenda

### Discriminatie

Op vrijdag 10 juni 1988 organiseren het Centrum voor Interdisciplinair onder-zoek van Arbeidsmarkt- en Verde-lingsvraagstukken en het Nederlands Instituut voor Sociaal en Economisch Recht van de Rijksuniversiteit Utrecht een congres over: "Beloningsdiscrimi-natie tegen vrouwen: normen, feiten, beleid". Vanuit een interdisciplinaire be-nadering (recht, economie en sociale wetenschappen) worden oorzaken van discriminatie geanalyseerd en wordt aangegeven welke mogelijkheden en problemen er bestaan voor een beleid dat is gericht op het bestrijden van be-loningsdiscriminatie.

Inleiders zijn: A. Ph. Jaspers, J. Plan-tenga, J.J. Schippers, I. Christochowicz en J. van Doorne-Huiskes.

Het congres vindt plaats in het Aca-demiegebouw, Domplein 29 te Utrecht, en begint om 10.00 uur. De kosten be-dragen f 25, te storten op bankreke-ning 69.91.63.455 bij de Crediet en Ef-fectenbank te Utrecht t.n.v. de Faculteit der Rechtsgeleerdheid. Inlichtingen zijn te verkrijgen bij NISER, mw. A.J. Hout-tuin, tel. 030-393111.

**Het midden- en kleinbedrijf in 1987 en 1988 en vooruitzichten voor 1989-1992.** Economisch Instituut voor het Midden- en kleinbedrijf, Zoetermeer, 1988.

**De bedrijfseconomische situatie van bouwbedrijven in 1986.** Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid, Am-sterdam, 1988.

**J.J. Capel en E. de Jong: The varian-ce and covariance of risk premia and expected spot rates: does a rational expectations bias exist?** Research Memorandum 8808, Economische Fa-culteit, Universiteit van Amsterdam, 1988.

**J.J. Capel en E. de Jong: Has the ra-tional expectations proxy biased the evidence on a risk premium in the forward exchange market?** Research Memorandum 8809, Economische Fa-culteit, Universiteit van Amsterdam, 1988.

**L.H.M. Bosch en P.J. van den Noord: A new base for social insurance con-tributions.** Research Memorandum 8810, Economische Faculteit, Universi-teit van Amsterdam, 1988.

**H. Verbruggen: GSTP, the structure of protection and south-south trade in manufactures.** Research Memorandum 1988-15, Economische Faculteit, Vrije Universiteit, Amsterdam, 1988.

**V. Kouwenhoven m.m.v. A. Twijnstra: Overheidsbetrokkingen in de strate-gie en organisatie van ondernemin-gen.** Research Memorandum 1986-12, Economische Faculteit, Vrije Universi-teit, Amsterdam, 1988.

**Attractiepunten en modal split.** Re-search voor Beleid, Leiden, 1988.

**J.B.G. Frenk: Renewal theory and completely monotone functions.** Re-port 8759/A, Econometrisch Instituut, Erasmus Universiteit, Rotterdam, 1988.

**M.R. Dojes: Privatisering van ge-meentelijke voorzieningen.** Onder-zoeksrapport nr. 53, SWOKA, Den Haag, 1988.

**E.P.M. Thole: De positie van de con-sument bij bedrijfsfaillissementen.** Onderzoeksrapport nr. 55, SWOKA, Den Haag, 1988.

**J.A.G. Aartman: De bouwarbeids-markt in het najaar van 1987.** Econo-misch Instituut voor de Bouwnijverheid, Amsterdam, 1988