

Beschermingsconstructies – een verhitte discussie

Nooit wordt beter zichtbaar dat emoties een rol spelen in het beleid van ondernemingsbestuurders dan wanneer de zeggenschap over dat beleid in het geding is. Dat bleek onlangs bij Vendex. Het bleek al eerder in de discussie over beschermingsconstructies. In wat inmiddels bijna een brede maatschappelijke discussie is geworden, is de richting en de toon van de argumentatie steeds weer veranderd. Daarvan wordt in dit artikel een overzicht gegeven.

DRS. P. FRENTROP*

Beschermingsconstructies staan weer ter discussie sinds de Vereniging voor de Effectenhandel in haar in mei 1986 gepubliceerde jaarverslag over 1985 het onderwerp aansneed en in november 1986 de Commissie Beschermingsconstructies samenstelde, naar haar voorzitter Commissie-Van der Grinten genaamd.

De gedachtenvorming rond het onderwerp en – naar het schijnt – de werksfeer binnen de Commissie-Van der Grinten raakten in het emotionele vlak nadat Elsevier op 3 juni 1987 aankondigde een bod op Kluwer uit te willen brengen. Voorzitter mr. J.J.C. Alberdingk Thijm van de hoofddirectie van Kluwer liet meteen de dag daarop weten tegen een overname te zijn tegen welke prijs dan ook. De hoogte van het bod bleek geen factor te zijn die zijn opstelling kon beïnvloeden. Het verschil in bedrijfscultuur achtte hij zwaarwegender: "Ik moet om meer belangen denken dan alleen die van aandeelhouders".

Kluwers president-commissaris mr. drs. H. Langman zei eveneens op 4 juni tegen het *Deventer Dagblad* het persoonlijk erg vervelend te vinden "als hele grote bedrijven en rijke ondernemingen denken dat ze zich alles maar kunnen permitteren. Dit hebben we in Nederland nog niet veel gezien, en ik hoop niet dat dergelijke manieren ingang zullen gaan vinden". En prof. mr. W.C.L. van der Grinten zei op 13 juni tegen *NRC Handelsblad*: "Wat Elsevier doet past niet in de Nederlandse bedrijfscultuur, het is eigenlijk onbehoorlijk gedrag".

Door dergelijke uitspraken werd de toon gezet van het denken over beschermingsconstructies. Impliciet werd er door velen van uitgegaan dat beschermingsconstructies dienen om een vijandige overname van een beursgenoteerde vennootschap tegen te gaan. Dit aspect werd nog eens benadrukt door degenen die erop wezen dat de in verhouding kleine Nederlandse beursfondsen zonder beschermingsconstructies weerloos ten prooi zouden vallen aan buitenlandse kopers. Maar er werden meer argumenten pro en contra beschermingsconstructies gehanteerd. Daarvan nu eerst een overzicht.

De argumenten

Als argumenten voor beschermingsconstructies kunnen worden genoemd:

1. de invloed van aandeelhouders op het beleid van de onderneming mag niet doorslaggevend zijn;
2. zonder beschermingsconstructies worden Nederlandse beursfondsen overgenomen door grotere buitenlandse ondernemingen (Überfremdung);
3. het management hoeft zich dank zij beschermingsconstructies niet te richten op de kwartaal- of halfjaarcijfers waar de beurs in is geïnteresseerd, maar kan investeren met het oog op de langere termijn;
4. zonder beschermingsmaatregelen ontstaat een zodanige vloed van overnames dat de overheid zich groepen zal voelen in te grijpen en alle fusies en overnames te controleren;
5. bij een vijandige overname staan de belangen van werknemers op de tocht. Er is niet genoeg tijd voor verantwoord overleg. Beschermingsconstructies zijn daarom uit het oogpunt van werknemers nuttig omdat ze overnames tegenhouden;
6. zonder beschermingsmaatregelen krijgen 'raiders' in Nederland een kans. Die splitsen bedrijven op en vernietigen mooie ondernemingen;
7. beschermingsconstructies bieden het management van het doelwit de ruimte, tijd en een betere onderhandelingspositie om met een potentiële gegadigde te overleggen. Zij voorkomen het gevaar van overrompeling;
8. beschermingsconstructies kunnen slechts tot stand komen met medewerking van de aandeelhoudersvergadering. Aandeelhouders hebben die constructies zelf gewild, anders bestonden ze niet;

* De auteur is redacteur bij *NRC Handelsblad*.

Tegen beschermingsconstructies pleiten de volgende argumenten:

9. door beschermingsconstructies wordt de invloed van aandeelhouders te gering. Het management toont veelal een minachting voor de houders van aandelen, die in praktijk niet veel anders zijn dan achtergestelde obligaties met een variabele rente;
10. het management wordt dank zij beschermingsconstructies laks omdat de kapitaalverschaffers weinig te zeggen hebben (de 'market for corporate control'-visie);
11. beschermingsconstructies drukken de koers/winstverhoudingen op de Amsterdamse effectenbeurs. Dat vermindert de aantrekkelijkheid van het aandeel als beleggingsinstrument en verhoogt de 'cost of capital' voor ondernemers. Bovendien verliest de Amsterdamse beurs internationaal aantrekkingskracht;
12. verminderde zeggenschap voor aandeelhouders vermindert hun betrokkenheid bij de onderneming. Aandeelhouders worden pure beleggers. Als gevolg daarvan neemt de afstand tussen de koersvorming op de effectenbeurs en de gang van zaken in het bedrijfsleven toe;
13. met behulp van beschermingsconstructies kunnen economisch gewenste vormen van samenwerking tussen ondernemingen worden tegengehouden worden door een beperkte groep mensen, die te veel aan hun eigen positie hechten;
14. het bestaan van beschermingsconstructies weerhoudt gegadigden van het uitbrengen van een bod. Aandeelhouders missen de koerswinst die ze zouden kunnen realiseren wanneer een openbaar bod wel zou worden uitgebracht.

De discussie

Vereniging voor de Effectenhandel

De discussie over beschermingsconstructies werd in ons land aangezwengeld door de Vereniging voor de Effectenhandel (VEH) in haar jaarverslag over 1985. Daarin verscheen een beschouwing onder de titel "De aandeelhouder, beschermingsconstructies en de effectenbeurs".

De VEH noemt in die beschouwing de argumenten 9, 10 en 14: "De heersende opvatting in Nederland is dat een vennootschap niet tegen de wil van het zittende bestuur in andere handen mag vallen. Op grond hiervan voelen hun besturen zich gelegitimeerd om de eerder aangeduide afweermiddelen kwistig in stelling te brengen. Daarbij verzwakken zij de positie van de aandeelhouder. Enerzijds verliest de aandeelhoudersvergadering bevoegdheden die overgeheveld worden naar het bestuur (argument 9). Anderzijds ontgaat de individuele aandeelhouder de kans op het behalen van een vermogensvoordeel dat hij zou hebben behaald indien een openbaar bod op de aandelen tegen de wil van het bestuur wel kans van slagen zou hebben" (argument 14). En even verder: "Bestuurders hebben een rentmeestersfunctie ter zake van het aan de onderneming door kapitaalverschaffers verstrekte vermogen. Als zij die functie slecht of matig vervullen, is er geen aanleiding om hen toe te staan hun vervanging onmogelijk te maken. Ook voor goed functionerende bestuurders kan het besef dat hun zetels ter discussie kunnen worden gesteld een gezonde prikkel zijn om hun prestaties te continueren" (argument 10).

Opvallend is dat de VEH het onderwerp zeggenschap van de aandeelhouder direct koppelde aan het verschijnen van de vijandige overneming. Zelfs nog specifiek: aan een vijandige overneming door middel van een openbaar bod. Die koppeling tussen beschermingsconstructies en overnemingen lag gezien de actualiteit voor de hand, maar heeft de helderheid van de discussie niet gediend, zeker niet toen de slag om Kluwer het in Nederland tot dusverre

vrijwel alleen in theorie bekende verschijnsel van de vijandige overneming door middel van een openbaar bod een zeer tastbare en emotioneel beladen gestalte gaf.

Eind 1986 ging de door de VEH ingestelde Commissie-Van der Grinten nog in alle rust aan het werk, in een samenstelling die borg leek te staan voor een weloverwogen oordeel. De grootste beursfondsen, de grootste beleggers in aandelen, de grootste vakbond en de banken waren alle vertegenwoordigd. De positie van de leden van de Commissie zou borg moeten staan voor een advies over fundamentele vraagstukken dat het algemeen belang van de Nederlandse financiële markten zou dienen. Nadat Elsevier op 3 juni 1987 aankondigde een bod op Kluwer uit te willen brengen bleek echter dat vennootschappelijk Nederland verdeeld was en kon de Commissie-Van der Grinten niet met een unaniem advies komen.

Commissie-Van der Grinten

In haar *Rapport van de Commissie beschermingsconstructies aan het bestuur van de VEH* zet de Commissie-Van der Grinten de voor- en nadelen op een rijtje. De Commissie spreekt echter geen expliciet oordeel uit over de validiteit van de opgesomde argumenten maar oordeelt per gehanteerde beschermingsconstructie over de wenselijkheid daarvan. Bij die oordelen komt slechts zelden een rechtstreekse verwijzing naar de genoemde argumenten pro en contra voor.

Wel is duidelijk dat argument 8 een belangrijke rol speelt in de oordeelsvorming van de Commissie: "Het gebruik van... beschermingsconstructies is op zichzelf niet maatschappelijk onaanvaardbaar, mede omdat voor de invoering van die beschermingsconstructies de medewerking van aandeelhouders altijd noodzakelijk is".

De Commissie acht de onafhankelijkheid van de aandeelhoudersvergadering hoog. Zij ziet voor die vergadering een heel eigen taak weggelegd, waar het bestuur geen doorslaggevende invloed op mag kunnen uitoefenen. Toch ziet de Commissie geen noodzaak via regelgeving die onafhankelijkheid van de aandeelhoudersvergadering te waarborgen. Daarmee sluit zij zich aan bij de bestaande praktijk en laat daarbij een unieke gelegenheid voorbijgaan te adviseren een en ander te formaliseren.

Een minderheid van de Commissie wenst echter nadere waarborgen dat gewone aandeelhouders niet te zeer in hun zeggenschapsrecht worden beknot. "In een open vennootschap dient er een samenspel tussen de verschillende organen te zijn; aan de gewone aandeelhouders behoren niet alle zeggenschapsrechten te worden ontnomen. Een dergelijke gang van zaken biedt kansen op betere koersvorming en is bevorderlijk voor de ontwikkeling van de kapitaalmarkt".

Samenvattend mag worden gezegd dat de Commissie-Van der Grinten haar positieve oordeel over bestaande beschermingsconstructies vooral baseert op argument 8, en in andere argumenten geen reden ziet daarvan af te wijken. De meerderheid en de minderheid verschillen van mening over de vraag waar in de huidige situatie het midden tussen argument 1 en argument 9 moet worden gevonden. De minderheid bepleit daarbij een verschuiving in de richting 9 op grond van argument 11 of 12.

Opnieuw: VEH

Met een rapport dat cru samengevat zegt: "Aandeelhouders hebben beschermingsconstructies zelf toegestaan (argument 8); er zijn geen bredere maatschappelijke redenen om van buitenaf veranderingen door te voeren, integendeel, beschermingsconstructies bevorderen een goed overleg in geval van overneming (argument 7)", kreeg de VEH een antwoord dat niet aansloot bij haar vraagstelling van ruim een jaar daarvoor.

De officiële reactie van de VEH op 4 maart was dan ook: "Het Bestuur heeft met belangstelling kennis genomen van de inhoud van het rapport. Het deelt als een eerste, voor-

juridisch gearde beschouwingen bevat over de in Nederland gehanteerde beschermingsconstructies".

De VEH had vervolgens 3 maanden nodig om een eigen standpunt te formuleren. Maanden waarin de perikelen rond Nedlloyd en Audet de belangstelling voor het onderwerp alleen maar deden groeien. Op 4 maart kwam de VEH met haar eigen rapport. Waar de Commissie-Van der Grinten zich richtte op argument 8 benadrukt de VEH argument 11: "De recente sterke internationalisering van de kapitaalstromen en de daarmee samenhangende sterke internationale concurrentie van de markten en partijen maken het te meer noodzakelijk dat onze relatief open nationale kapitaalmarkt concurrerende voorwaarden kan bieden". Verder bepaalde ook de VEH haar positie tussen de argumenten 1 en 9 en schoof richting 9. "Aan het bestuur komt primair de taak toe de bij de vennootschap en de met haar verbonden ondernemingen betrokken belangen af te wegen, ook in geval een poging tot onvriendelijke overname wordt gedaan". Zo omschreef zij de bevoegdheden van het bestuur, maar zij toonde ook haar zorg omtrent de bevoegdheden van de aandeelhouder: "De Vereniging is van mening dat de aandeelhoudersvergadering deze, onder het structuurregime weliswaar beperkte, bevoegdheden niet steeds ten volle benut. Ten einde inhoud te geven aan haar wettelijk toegekende bevoegdheid roept zij aandeelhouders op om van de bestaande rechten een weloverwogen actief gebruik te maken". Verder betrok zij de argumenten 11 en 13 nog in haar betoog, met als resultaat een voorlopig standpunt dat als belangrijkste onderdeel had dat certificering een minder dichte beschermingsmogelijkheid zou worden. Zij had oog voor argument 7: "Beschermingsconstructies kunnen wenselijk zijn ten einde voor het bestuur van de vennootschap de mogelijkheid te scheppen een evenwichtige belangenafweging te maken in het geval van een poging tot overname". Maar zij vond dat argument 7 in de praktijk wel wat te veel ten koste ging van argument 9 en noemde dat als reden om cumulatief van beschermingsmaatregelen te beperken. Dit in tegenstelling tot de Commissie-Van der Grinten die in meerderheid niet wilde weten van argument 9.

Met het bekend maken van haar voorlopige standpunt op 4 maart van dit jaar had de VEH uit het oogpunt van publiciteit geen slechter moment kunnen kiezen. Meteen daarna begon het seizoen van de persconferenties over de jaarcijfers. Ondernemingen en ondernemingsbestuurders hadden zo een podium om hun reactie op de standpunten van de VEH te geven. Bestuurders vielen het beursbestuur inhoudelijk vooral aan op basis van argument 6. Zelden is in Nederland zoveel over 'raiders' gesproken.

Posities

In een discussie waarbij de deelnemers in plaats van in te gaan op elkaars argumenten zich grotendeels beperken tot het aandragen van andere argumenten, is het zinvol de positie en motivatie van die deelnemers vast te stellen om het gewicht van hun argumenten te kunnen beoordelen. Zonder te pretenderen een volledige analyse van het krachtenveld te maken, geef ik een schets van de posities.

Overheid

Aangezien de discussie in de kern gaat over de mate van zeggenschap van aandeelhouders zou mogen worden verwacht dat aandeelhouders de initiator van het gesprek zijn, ondernemingsbesturen hun tegenpool en de overheid de instantie die waakt over het maatschappelijk effect van de uitkomst van de discussie en waar nodig bijstuurt (argumenten 1 en 9). Zo is het in de praktijk niet gegaan. De betrokkenheid van de overheid is in de openbaarheid beperkt gebleven tot een schot voor de boeg door minister Ruding, die kort

voordat de Commissie-Van der Grinten haar rapport publiceerde op 11 november 1987 liet weten: "Ik heb het gevoel, en dat wil ik hier niet verhullen, dat er goede argumenten zijn voor wat minder beschermingsconstructies in Nederland, en zeker geen intensivering van deze constructies"¹.

In dit verband mag worden gememoreerd dat de overheid zich in Nederland traditioneel zo veel mogelijk afzijdig houdt van wat er op de effectenbeurs gebeurt². De Tweede Kamer heeft tot dusverre slechts beperkte interesse voor het onderwerp getoond. De regeringspartijen al helemaal niet en de oppositie is blijkens kamervragen van de leden Kombrink en Vermeend (PvdA) enkel nieuwsgierig naar het standpunt van de regering.

VEH

De positie van de VEH is een heel bijzondere. De VEH is een privaatrechtelijke rechtspersoon met ruime statutaire doelstellingen, namelijk: "Het bevorderen van de belangen van de effectenhandel in de ruimste zin en het scheppen van de voorwaarden ter instandhouding en verdere ontwikkeling van een centrale effectenmarkt ten bate van de nationale economie in het algemeen en de Nederlandse kapitaalmarkt in het bijzonder." Die twee taken kunnen wel eens met elkaar in strijd zijn. De belangen van de effectenhandel zijn niet altijd gelijk aan die van aandeelhouders. Toegespitst op de praktijk is een belangrijk verschil dat de effectenhandel hecht aan veel omzet ter beurze aangezien omzet een inkomstenbron is. De aandeelhouder is in theorie niet gebaat bij veel omzet in zijn portefeuille, daar de verbonden provisies voor hem een kostenpost zijn, al staat daar tegenover dat de aandeelhouder hoge waarde hecht aan een liquide markt, waar omzet zo weinig mogelijk invloed uitoefent op het koersniveau. Voeg daarbij dat de VEH ook nog terdege rekening heeft te houden met de belangen van beursgenoteerde ondernemingen, die in theorie vooral zullen hechten aan een hoog koersniveau. In het licht van deze tegenstrijdige belangen wordt het des te opmerkelijker dat de VEH het heeft aangedurfd beschermingsconstructies ter discussie te stellen, zeker in een periode dat ook het toezicht op de financiële markten van overheidswege aan verandering onderhevig is.

Vanuit die positie is ook te begrijpen waarom de VEH de discussie aanvankelijk heeft beperkt tot overnames. De gang van zaken rond overnames bracht immers grote opschudding teweeg op de Amerikaanse beurzen. De VEH moet opereren in een ingewikkeld krachtenveld en na publicatie van haar rapport van 4 maart (opmerkelijk genoeg niet bij de installatie van de Commissie-Van der Grinten) kwamen dan ook reacties los die de autoriteit van de VEH om ter zake maatregelen te nemen betwisten³.

Aandeelhouders

De aandeelhouders hebben tot op heden weinig van zich laten horen. Slechts de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) heeft zich in april achter het standpunt van de VEH geschaard. Enkele grote aandeelhouders in Nederland, de verzekeraars, zijn zelf soms beursgenoteerde ondernemingen en staan gezien de internationale ontwikkelingen in de verzekeringssector hoogstwaarschijnlijk bloot aan potentiële overname-interesse. Daarnaast hebben zij tal van belangrijke commerciële bindingen met andere beursfondsen. Hun standpunt kan dus niet uitsluitend gezien worden als dat van aandeelhouders. Andere grote aandeelhouders, als bedrijfspensioenfondsen, zijn soms

1. Rede voor het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen, 11 november 1987.

2. In de Tweede Kamer werd op 7 maart 1911 door Van Nispen tot Sevenaer getuigd: "De effecten schijnen heilig te zijn in ons land; men komt er niet aan. Alle Ministers van Financiën hebben er groot ontzag voor. Zij dragen het juk der beurs." In: Joh. de Vries, *Een eeuw vol effecten*.

3. J.M.M. Maeijer, *Beursoverval op beschermingsconstructies*, *NJB*, jg. 1988, nr. 16, blz. 517 e.v.

nauw gelieerd aan beursgenoteerde ondernemingen. Voor hun positie geldt hetzelfde argument.

Aandeelhouders van individuele ondernemingen hebben zelden een zodanig groot belang dat pogingen om gezamenlijk met collega-aandeelhouders beschermingsconstructies aan te vechten de moeite waard zijn. Wanneer zij twijfels hebben over het gevoerde beleid is het eenvoudiger de aandelen te verkopen dan proberen het beleid te wijzigen.

Bestuurders

Bestuurders van vennootschappen hebben per definitie belang bij het bestaan van beschermingsmaatregelen, die er immers op gericht zijn hun positie binnen de onderneming te verstevigen. Tegelijkertijd hebben zij belang bij goede relaties met hun aandeelhouders, daar zij in theorie de toegang tot de effectenmarkt als bron van risicodragend vermogen hoog zullen achten, hoewel in de praktijk het bedrag aan nieuwe emissies gering is in verhouding tot de omvang van de secundaire markt. Als groep hoeven zij zich aan de verhouding tot aandeelhouders echter minder gelegen te laten liggen. Beschermingsconstructies die gelden voor alle beursfondsen zullen geen directe negatieve invloed hebben op de toegang tot de markt voor individuele ondernemingen.

In dit licht gezien verbaast het niet dat de beursgenoteerde fondsen zich pogen te verenigen in een vereniging (VEUO) die hun belangen behartigt. Wel is het opmerkelijk dat deze VEUO lid is geworden van het Verbond van Nederlandse Ondernemingen, een organisatie van werkgevers, daar ondernemingen zich bij hun argumentatie voor bescherming vooral beroepen op het vennootschappelijk belang, het belang van alle betrokkenen, inclusief de werknemers. Het in augustus gepresenteerde standpunt van het VNO, waarin veel wordt gesproken van de 'wind van de markt', ten aanzien van beschermingsmaatregelen is voor liefhebbers van tekstanalyse dan ook spekje voor het bekje.

Werknemers

De positie van de werknemers loopt bij dit onderwerp nog vooruit op die van de werkgevers. FNV-medewerker en lid van de Commissie-Van der Grinten, mr. J.C.M.G. Bloemarts, stelde: "ik zou menen dat de weg van het onvriendelijke bod afgesloten zou moeten worden"⁴. Het CNV schreef op 28 april aan de VEH: "Wanneer bedrijfsreserves worden gebruikt voor overname van ondernemingen via de beurs, hebben vakbonden weinig reden meer om loon 'te laten zitten'...Het is de vraag of marktpartijen op de beurs moeten uitmaken of een bedrijfsovername gewenst is". Wanneer werkgevers en werknemers het zo eens lijken is het des te opmerkelijker dat de beursfondsen zich naar aanleiding van de discussie rond beschermingsmaatregelen bundelen binnen het VNO, in plaats van de discussie te verleggen naar de SER-fusiecommissie, waar zij reeds samen met de werknemers de procedurele gang van zaken rond overnemingen beoordelen. Dit te meer daar ondernemingsraden zich in geval van een vijandige overname meestal loyaal ten opzichte van de eigen directie opstellen en het in theorie de verkrijger van alle aandelen van de onderneming nog heel moeilijk kunnen maken daadwerkelijk zeggenschap over het beleid te verwerven⁵.

Positie en argument

Waar zoveel argumenten in een discussie zijn te onderscheiden, is de verleiding groot enige opmerkingen te maken over de validiteit van de verschillende punten. Ik laat dat echter aan andere schrijvers in dit nummer over en volsta hier de gebruikte argumentatie te koppelen aan de po-

sitie van de verschillende actoren. (Zie voor een globaal overzicht bijgaand schema.)

Invloed aandeelhouders

De argumenten genummerd 1 en 9 betreffende de invloed van de aandeelhouder zijn elkaars spiegelbeeld en vormen de kern van een fundamentele vraag ten aanzien van de economische orde. Hoeveel invloed moeten aandeelhouders kunnen hebben op het beleid van een onderneming, nog los van hun zeggenschap ingeval zich een mogelijke overname voordoet? Daarbij mag niet vergeten worden dat de discussie zich beperkt tot beursgenoteerde ondernemingen. Die fundamentele discussie is aangewengeld door de VEH. Zij stelde in haar beschouwing van 1986: "De VEH meent dat er aanleiding is de vraag te stellen of de thans in Nederland geldende praktijk nog wel evenwichtig is. Is de versterking van de positie van het bestuur niet te ver doorgeschoten?"

Deze vraag raakt de kern van onze economische orde van ondernemingsgewijze productie. Hiertoe mag worden verwezen naar de beschouwingen van Berle en Means⁶ en de literatuur die in het kielzog van dit standaardwerk is verschenen. Zowel de beurs als de Commissie-Van der Grinten echter lijken de aandeelhouder uitsluitend te zien als een belegger gericht op koerswinst. De VEH werpt zich niet zozeer op als behartiger van de algemene belangen van aandeelhouders, maar heeft vooral de te behalen koerswinst in het achterhoofd. Zij vraagt slechts dat de wettelijk aan aandeelhouders toegestane bevoegdheden niet al te zeer worden beknot.

Überfremdung

Ten aanzien van argument 2, de vrees voor Überfremdung, zij opgemerkt dat hoewel de Commissie-Van der Grinten dit aspect als eerste noemt in de inleiding van haar rapport, de ondernemingsbestuurders bij monde van het VNO deze kant van de zaak niet aanroeren. Wanneer wordt bedacht dat steeds meer bestuurders van beursfondsen via 'road shows' of regelmatige bezoeken aan buitenlandse financiële centra aldaar pogen buitenlandse beleggers te overreden aandelen in hun bedrijf te kopen, is deze omissie vanuit hun positie te begrijpen.

Korte termijn

Argument 3, de vrees dat te veel zorg om de beurskoers leidt tot een korte-termijnvisie van ondernemingsbestuurders, wordt weer nadrukkelijk buiten beschouwing gelaten door de VEH, die immers de belangen van de beurshandel behartigt en al jaren een beleid voert gericht op tijdige en reguliere berichtgeving. De Commissie-Van der Grinten noemt het argument terloops, maar het VNO gaat er uitgebreid op in, waarbij de 'waan van de dag' wordt afgezet tegen de 'frisse wind van de markt'. Het VNO oordeelt dat de bestaande beschermingsconstructies precies de juiste middenweg bieden tussen beide globaal gedefinieerde grootheden, een standpunt dat, gezien de positie van het Verbond, niemand zal verbazen.

Overheidsingrijpen

Argument 4, het gevaar van ingrijpen door de overheid, wordt in geen van de rapporten genoemd en is alleen door de ABN in verklaringen jegens de pers naar buiten gebracht. Daarnaast heeft mr. J.R. Glasz geponeerd dat aan

4. J.C.M.G. Bloemarts, Onvriendelijke overnemingen; de positie van vakbeweging en ondernemingsraad, *De Naamloze Vennootschap*, jg. 66, nr. 2, maart/april 1988, blz. 5460.

5. Zie bij voorbeeld: F. Koning, *Fusies en (centrale) ondernemingsraden*, inaugurale rede Erasmus Universiteit Rotterdam, 2 juni 1988.

6. A.A. Berle jr. en C.G. Means, *The modern corporation and private property*, New York, 1932.

Schema. Overzicht van gebruikte argumenten naar deelnemer aan de discussie

Argumenten/ trefwoord	nummer	VEH-'86 ^a	Cie.-v.d. Grinten ^b	VEH-'88 ^c	Geselecteerde openbare reacties ^d
<i>Pro beschermingsconstructies</i>					
Weg met de aandeelhouder	1				ABN
Überfremdung	2		X		ABN, Nat. Ned.
Korte termijn	3		X		ABN, VNO
Overheidsingrijpen	4				ABN
Werknemers	5				FNV
Raiders	6		X		ABN, Wessanen, NPM, IM
Onderhandelingspositie	7		X	X	Nat. Ned., VNO
Eigen schuld	8		X		VNO
<i>Contra beschermingsconstructies</i>					
Leve de aandeelhouder	9	X		X	Pierson, Ruding
Laks bestuur	10	X			Ruding
Beurskoersen	11		X	X	Ruding
Vervreemding	12				
Samenwerking strategie	13		X	X	Pierson, Ruding
Koerswinst	14	X	- ^e		Pierson, Ruding

a. 'De aandeelhouder, beschermingsconstructies en de effectenbeurs', in VEH, *Jaarverslag 1985*, Amsterdam, 1986.

b. *Rapport van de Commissie Beschermingsconstructies*, 26 november 1987.

c. *Rapport van de Vereniging voor de Effectenhandel inzake de toepassing van beschermingsconstructies*, 4 maart 1988.

d. Geselecteerde uitspraken tegen de pers van Algemene Bank Nederland (ABN), Nationale Nederlanden (Nat. Ned.), Wessanen, Internatio- Müller (IM), Nederlandse Participatiemaatschappij (NPM), Bank Pierson, Heldring & Pierson (Pierson), alsmede de publikatie *Beschermingsconstructie en Ondernemingen van het Verbond van Nederlandse Ondernemingen (VNO)* en de toespraak van minister Ruding van Financiën voor het Nederlands Centrum voor Directeuren en Commissarissen, 11 november 1987 (Ruding).

e. Argument verworpen.

beschermingsconstructies minder behoefte zou bestaan wanneer een instrumentarium ter beschikking komt dat marginale toetsing van een onvriendelijk openbaar bod mogelijk maakt⁷. Dat geen van de rapporten het onderwerp aansnijdt, wil niet zeggen dat die zorg niet bestaat. Vanuit hun eigen positie zijn zowel de VEH als de bestuurders van ondernemingen wars van overheidsingrijpen.

Tot dusverre heeft de overheid echter geen neigingen vertoont zich met al dan niet vijandige-fusietoetsing bezig te houden. Een SER-advies van die strekking uit 1977 is door de regering niet overgenomen. Ook de argumenten van Ruding (zie schema) wijzen er niet op dat in die richting wordt gedacht. Het stilzwijgen op dit punt in de overigens luidruchtige discussie geeft nog eens extra aan dat geen van de deelnemers zich richt op de fundamentele vraag in hoeverre beschermingsconstructies de zeggenschapsverhoudingen binnen de onderneming verschuiven. Alle argumenten die impliceren dat beschermingsconstructies dienen ter bescherming tegen een vijandige overneming worden immers teniet gedaan als de overheid zou beslissen over de wenselijkheid van (vijandige) overnemingen. De zeggenschapsverhoudingen binnen ondernemingen kunnen dan van deze last ontheven worden. Blijkbaar is daar in de Nederlandse verhoudingen geen behoefte aan. Niemand heeft ook gememoreerd aan de goed werkende Britse praktijk in dezen, zelfs niet de VEH, die op andere punten toch met enige afgunst naar de positie van Londen als financieel centrum kijkt.

Positie werknemers

Ten aanzien van de positie van de werknemers, mag in dit zelfde licht misschien het eerder gesignaleerde gebrek aan samenwerking tussen de op het punt van vijandige overnemingen zo eensgezinde werkgevers en werknemers worden beschouwd. Hoewel werknemers aandringen op nadere regelgeving in het kader van de SER-fusiecode⁴ zitten werkgevers daar blijkbaar niet om te springen. In dit verband mag worden gememoreerd dat de fusiecommissie destijds geen wettelijke basis heeft gekregen en dat ook vooraanstaande ondernemingen bij het aangaan van samenwerkingsverbanden de fusieregels betreffende de positie van werknemers regelmatig aan de laars lappen. Dat komt deze ondernemingen in de regel hooguit op een openbare berisping te staan.

Vrees voor raiders

De vrees voor raiders, wordt in de officiële rapporten nauwelijks verwoord (zelfs het VNO rept er niet van), maar komt vaak aan de orde bij minder formele gelegenheden. Dan behoeft minder precies geformuleerd te worden wat zo'n raider dan wel voor iemand is. Na jaren waarin tal van beursfondsen door het afstoten van dochters en het aankopen van andere zich richten op één of meer kernactiviteiten, kan een raider niet zonder meer omschreven worden als iemand die een bedrijf overneemt en onderdelen daarvan verkoopt. Dan zou bij voorbeeld Unilever na de aankoop van Cheseborough-Pond's onder de definitie vallen. Wanneer de raider in het financiële vlak wordt gedefinieerd als iemand die bedrijven koopt met geleend geld en zijn investering terugbetaalt uit de kasstroom van de overgenomen onderneming, dan zouden alle zo in de mode zijnde 'leveraged' of 'management buy outs' onder de definitie vallen. Ook zou bij voorbeeld de manier waarop Philips-dochter NKF is verzelfstandigd, op harde kritiek moeten stuiten. Officiële stilte op dit punt is dus vanuit de positie van de deelnemers aan de discussie te verklaren.

Onderhandelingspositie

Dat beschermingsconstructies de onderhandelingspositie van het zittende management tegenover potentiële kopers versterken, staat buiten kijf. Zoals uit het schema blijkt, zijn alle participanten in de discussie het na het bod van Elsevier op Kluwer daarover eens. Of het management zonder beschermingsconstructies dermate zwak staat dat die onderhandelingspositie daarom versterking behoeft ten koste van de invloed van aandeelhouders op het beleid, is in zijn algemeenheid niet te zeggen. Bepalend voor iemands opinie hierover is de keuze tussen argument 1 en argument 9.

Eigen schuld

Dat aandeelhouders of oprichters zelf hebben ingestemd met de invoering van beschermingsconstructies en er daarom geen reden is deze constructies te beperken, is een zeer vergaande interpretatie van de overeenkomst die

7. J.R. Glasz, Halen beschermingsconstructies 1992?, *TVVS*, nr. 6, 1988, blz. 168.

er tussen een onderneming en haar aandeelhouders zou kunnen bestaan. Deze analyse gaat ervan uit dat wanneer iemand aandelen van een bepaalde onderneming op de beurs koopt, hij impliciet akkoord gaat met alle bepalingen die in de statuten zijn opgenomen. De reactie van de VEH dat het standpunt van de Commissie-Van der Grinten vooral juridisch gearde beschouwingen bevat, is te zien in het licht van de nadruk die de Commissie op dit argument legt.

Laks bestuur

Het beschouwen van overnemingen als een middel om de "market for corporate control" te laten werken, heeft voor de buitenstaander zijn charme en wordt in de angelsaksische praktijk graag aangegrepen door wie tegen de zin van het management een onderneming wil overnemen. Het zich verzettende management zal door de potentiële koper immers als zwak worden afgeschilderd, wat zelden gebeurt wanneer geen overname in het geding is. Opvallend is dat de VEH niet meer rept van dit argument, na het aanvankelijk wel te hebben aangevoerd. Minder opvallend is dat het VNO dit argument niet onderbouwd noemt.

Koersen

Dat beschermingsconstructies de koers/winstverhoudingen in belangrijke mate zouden drukken, is in Nederland niet aangetoond. Door de Amerikaanse Security and Exchange Commission zijn vorig jaar echter wel onderzoeken gepresenteerd naar aanleiding van de vraag of invoeren van aandelen met minder of juist veel meer stemrecht dan de gewone aandelen de koersen van de betrokken fondsen negatief beïnvloedde. Het antwoord was bevestigend⁸. De VEH brengt dit argument in de tweede ronde ter tafel. Het VNO bestrijdt de juistheid hiervan met een beroep op een onderzoek uitgevoerd door de ABN.

Vervreemding

De eerlijkheid gebied te zeggen dat dit argument in de discussie in Nederland tot dusverre niet is gehanteerd. Hieronder zal ik echter ingaan op Amerikaanse beschouwingen over dit onderwerp.

Strategie

Dat gewenste overnemingen geen doorgang vinden omdat het bestuur met behulp van beschermingsconstructies halsstarrig weigert daaraan mee te werken, is in de praktijk niet afdoende aan te tonen. De theoretische mogelijkheid mag volgens mensen die met die praktijk te maken hebben, echter niet worden onderschat. Ook dit argument introduceert de VEH in de tweede ronde.

Koerswinst

Dat beschermingsconstructies potentiële kopers zullen afschrikken wordt door de Commissie-Van der Grinten erkend, maar zij acht de niet gerealiseerde koerswinst van ondergeschikt belang. De VEH die met zoveel nadruk op dit argument de discussie aanging, oordeelde het in tweede instantie blijkbaar verstandiger dit achterwege te laten.

Samenvattend: er valt een duidelijke relatie te leggen tussen de positie van de betrokken partijen en de door hen gehanteerde argumenten. Om de discussie in een zuiver oordeel te doen uitmonden, zou het aan te raden zijn eerst eens te bepalen hoeveel zeggenschap van aandeelhouders op het ondernemingsbeleid wenselijk wordt geacht. Wordt dan geconcludeerd dat bestaande beschermingsconstructies te weinig zeggenschap overlaten, dan kunnen andere manieren worden gezocht dan de bestaande beschermingsconstructies om de gevreesde maatschappelijk ongewenste verwickelingen rond overnemingen te voorkomen.

Dat de feitelijke discussie tot op heden deze weg niet heeft gevolgd zou te verklaren zijn doordat de participan-

ten uit hoofde van hun posities niet gemotiveerd zijn eerst de kernvraag te beantwoorden. Al moet hierbij worden aangetekend dat de VEH nadat de kritiek op haar rapport van maart tot ongekende hoogte was opgeklommen in juli de SMO opdracht heeft gegeven een onderzoek te doen naar de maatschappelijke gevolgen die de uitkomst van de discussie zou kunnen hebben.

Beurs en onderneming

Los van de waan van de dag die nu vijandige overnemingen heet, is er een fundamentele verschuiving te constateren in de verhouding tussen ondernemingen en de beurs. In theorie weerspiegelen de koersen van aandelen op de effectenbeurs de (verwachte) gang van zaken bij de beursgenoteerde fondsen. In praktijk blijken de koersschommelingen op de beurs aanmerkelijk groter dan de ups en downs die ondernemingen doormaken. Aansluitend op het als 12 gerubriceerde argument, zou die discrepantie een bron van zorg moeten zijn voor de VEH, die als eerste taak immers heeft het verzorgen van een goed functionerende kapitaalmarkt. Het zou zelfs een bron van zorg moeten zijn voor de beursgenoteerde ondernemingen, die hun beurswaarde en dus de kosten van aan te trekken eigen vermogen zo sterk zien fluctueren.

Er zijn tal van lijnen te schetsen die aangeven waarom de waardering van het aandeel zoveel meer schommelt dan de resultaten van de onderliggende onderneming. Door het toenemend belang van collectieve besparingen zijn de vermogens van de institutionele beleggers gegroeid. Alleen door hun omvang zijn deze fondsen nauwelijks meer geïnteresseerd in de individuele ondernemingen. Zij houden een portefeuille aan, met daarin gewichten per land of bedrijfstak. Voor deze beleggers zijn aandelen waardepapieren, net als obligaties. Moderne beleggingstheorieën stellen zelfs dat tot 90 procent van de beleggingswinsten wordt bepaald door de aard van de zaak waarin wordt belegd. De keuze is tussen aandelen, obligaties, kas of onroerend goed. Voor deze beleggers is de gang van zaken bij een onderneming niet relevant. Zij kunnen niet beschouwd worden als betrokkenen bij de onderneming. Naarmate aandeelhouders minder betrokken zijn bij de onderneming verliezen ze moreel hun recht invloed op het beleid uit te oefenen. Wanneer de trend inderdaad gaat in de richting van meer afstand tussen aandeelhouder en onderneming, is het de vraag of die trend niet moet worden omgebogen⁹.

Beschermingsconstructies kunnen in dit verband niet onbesproken blijven. Ook zij verminderen de betrokkenheid van de aandeelhouder bij de onderneming. Het lijkt van belang de discussie over beschermingsconstructies in deze bredere context te plaatsen en niet langer in de nauwe, emotionele context van overnemingen. Zo'n breder verband moet ook kunnen aanzetten tot creatief denken over oplossingen die het goede van het beproefde systeem om beursgenoteerde ondernemingen zo'n groot deel van de welvaart te laten produceren, behouden zonder de na verloop van tijd onvermijdelijk opduikende pogingen tot consolidatie of uitbreiding van ongewenste machtsposities een kans te geven. Dit zeker nu (vriendelijke) fusies en schaalvergroting aan de orde van de dag zijn.

P. Frentrop

8. Office of the chief economist Securities and Exchange Commission, *Update the effects of dual-class recapitalizations on shareholder wealth*.

9. Louis Lowenstein, *What's wrong with Wall Street, short term gain and the absentee shareholder*, Reading (Mass.), 1988.