

Beschermingsmaatregelen: quo vadis?

P.W. Moerland*

Alom wordt gediscussieerd over maatregelen die aan de beurs genoteerde ondernemingen tegen overname beschermen. Men moet er echter rekening mee houden dat beschermingsmaatregelen tegen overname slechts een van de vele disciplineringsmechanismen rond een onderneming vormen. Het verlenen van stemrecht resulteert voorts niet altijd in hogere prijzen van aandelen, omdat de liquiditeit van de vermogensmarkt kan afnemen. Wil men toch de invloed van aandeelhouders vergroten, dan kan worden betwijfeld of het instellen van een overnamepanel – zoals thans wordt voorgesteld – het gewenste effect zal hebben.

Beschermingsmaatregelen staan herhaaldelijk ter discussie. Dat is ook thans weer het geval, en wel als gevolg van het lanceren van een compromis-voorstel onder gezamenlijke verantwoordelijkheid van de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) en de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO). De kern van dit voorstel wordt gevormd door de creatie van een onafhankelijk panel van deskundigen ter toetsing van betwiste overnamepogingen. De Minister van Financiën, die aan het bereikte akkoord zijn goedkeuring dient te verlenen, heeft intussen kritische kanttekeningen bij dit voorstel geplaatst.

Ingegraven stellingen

In discussies over dit onderwerp raken de gemoederen nogal eens verhit. Sommigen benadrukken de vermeende heilzame werking van de overnamemarkt voor de allocatie van middelen, de welvaart van de aandeelhouders en van de maatschappij als geheel. Dit doel heiligt de te hanteren middelen, en de toepassing hiervan behoort niet al te zeer te worden belet, bij voorbeeld door (te veel) beschermingsconstructies. Anderen daarentegen beklemtonen de schade die ongewilde overnames en de animositeit daaromheen kunnen berokkenen aan de positie, de produktiviteit en het moreel van directie en personeel, aan de continuïteit van de onderneming en aan het te voeren beleid op langere termijn. Veelal wordt ook gewezen op de gevaren van 'corporate raiding' en 'asset stripping', waarbij ondernemingen plegen te worden opgekocht met de bedoeling om ze vervolgens te ontmantelen en leeg te plunderen. Hiertegen acht men een afdoende bescherming op zijn plaats, een stellingname, waaraan soms nog kracht wordt bijgezet door, als blijk van een onvervalst patriottisme, te zinspelen op een anders te verwachten uitverkoop van nationale vlaggescheppen.

In deze bijdrage worden enkele facetten belicht van de beschermingsmaatregelen, met de bedoeling om de diverse stellingnames in een wat ruimer perspectief te plaatsen. Aangezien beschermingsmaatregelen met name relevant zijn voor ter beurze genoteerde ondernemingen zal eerst worden ingegaan op het fenomeen van de beursvennootschap.

Motief voor beursvennootschap

Waarom zijn er beursvennootschappen? Het economische motief is gelegen in de voordelen van specialisatie, het aloude motief van Adam Smith. De klassieke ondernemersfunctie, waarbij leiding en eigendom zijn verenigd in de persoon van de ondernemer, wordt geheel of ten dele opgesplitst in een financieringsfunctie (externe vermogensverschaffers) en een managementfunctie. In het uiterste geval brengt het management uitsluitend menselijk kapitaal in en geen financieel kapitaal; er is sprake van een scheiding van leiding en eigendom. De voordelen van deze specialisatie zijn het spiegelbeeld van de bezwaren tegen de klassieke onderneming – waarbij leiding en eigendom samenvallen – te weten:

- aantrekkelijke investeringsprojecten kunnen niet worden uitgevoerd vanwege tekort schietende financiële middelen;
- derving van de voordelen van risicospreiding via belegging in de marktportefeuille. De klassieke ondernemer investeert immers zijn vermogen in het unieke risico van zijn onderneming. Bovendien investeert hij ook zijn menselijk kapitaal in de onderneming, zodat hij in dubbel opzicht specifiek risico loopt;

* De auteur is hoogleraar Ondernemingsfinanciering bij de Katholieke Universiteit Brabant.

- vervreemding van het vermogen is niet goed mogelijk zonder de zeggenschap over zijn onderne-
ming prijs te geven. Het vermogen is illiquide,
hetgeen een opoffering inhoudt in termen van
mogelijke alternatieve bestemmingen, zoals con-
sumptie ('arm geleefd, rijk gestorven').

Deze bezwaren kunnen bij een beursvennootschap goeddeels worden ondervangen, omdat een ruimere toegang tot de vermogensmarkt wordt verkregen, be-
leggers hun vermogen kunnen diversifiëren, en om-
dat de vermogenstitels vrij verhandelbaar zijn. Daar
staan evenwel nadelen tegenover. Als belangrijkste
nadeel geldt dat de scheiding van leiding en eigen-
dom aanleiding geeft tot een agency-probleem – in
casu een belangenconflict tussen het management en
de externe aandeelhouders – met bijbehorende agen-
cy-kosten¹. De beursvennootschap kan nu worden
opgevat als een organisatievorm, waarbij de voorde-
len van schaal, diversificatie, professioneel manage-
ment en verhandelbaarheid de nadelen uit hoofde
van de agency-problematiek overtreffen.

De discussie over nut en toelaatbaarheid van be-
schermingsmaatregelen grijpt rechtstreeks aan op de
beheersing van deze agency-problematiek. Immers,
een van de disciplineringsmechanismen waarmee het
management van een beursvennootschap – in begin-
sel – is omgeven betreft de 'market for corporate con-
trol'. Via een overname kan aberrant gedrag van
managers worden gecorrigeerd. Dit mechanisme nu
wordt in ons land ernstig belemmerd door (een over-
maat aan) beschermingsmaatregelen, zo wordt nogal
eens beweerd. In deze visie kunnen beschermings-
maatregelen worden opgevat als hinderpalen bij
de vrije werking van de overnamemarkt als
disciplineringsmechanisme 'in last resort', en zijn bij
gevolg als schadelijke factoren te bestempelen. Vol-
gens het beursbestuur (VvdE) zou een cumulatie van
beschermingsmaatregelen een drukkend effect op de
beurskoers met zich brengen, hetgeen niet in het be-
lang is van de desbetreffende onderneming en even-
min van de aandeelhouders.

Na deze schets zou ik achtereenvolgens vier
aspecten van het beschermingsvraagstuk nader wil-
len belichten, nl: 1) het disciplineringsaspect, 2) de
afruil tussen zeggenschap en marktliquiditeit, 3) de
vraag of bescherming gericht is op verschansing van
het ondernemingsbestuur of op verbetering van de
onderhandelingspositie, en 4) de merites van het
compromis-voorstel zelve. Tot slot zal kort worden
stilgestaan bij de ultieme vraag: quo vadis?

Disciplineringsmechanismen

De overnamemarkt vormt slechts één van de mogelij-
ke disciplineringsmechanismen ter beheersing van
het agency-conflict tussen aandeelhouders en mana-
gement. Daarnaast kennen we het externe discipline-
ringsmechanisme van de voor de onderneming rele-
vante inkoop- en afzetmarkten voor goederen en
diensten, de vermogensmarkt als zodanig, de arbeids-
markt voor managers, performance-gerelateerde belo-
ningssystemen, en het toezichthoudende orgaan².
Indien één of meer van deze andere mechanismen

perfect zouden functioneren, behoeft een imperfect
werkende overnamemarkt niet schadelijk te zijn voor
een efficiënte allocatie van schaarse middelen³. Alter-
natieve disciplineringsmechanismen kunnen in zekere
zin als substituten voor elkaar worden beschouwd.
Waar het ene mechanisme een steek laat vallen kun-
nen de andere wellicht de draad oppakken en de
zaak rechtbreien.

In zoverre de andere disciplineringsmechanismen
dan de overnamemarkt imperfect werken zou een
vergelijkbare discussie mogen worden verwacht als
bij de beschermingsconstructies. In feite kennen we
die ook. Vergelijk het verzet tegen protectionistische
maatregelen in de internationale handel, het bestrij-
den van monopolievorming, de aanscherping van
het kartelbeleid, enzovoort. Sommige landen hebben
een traditie op het terrein van mededingingsbevorde-
ring, zoals de Verenigde Staten en Engeland; andere
landen zijn meer protectionistisch ingesteld, zoals
Frankrijk en Japan. In ons land is de laatste tijd een
tendens tot liberalisering en verscherping van de
mededingingsbewaking waarneembaar. Ook in an-
der verband is een aan disciplinerings- en 'corporate
governance' gerelateerde discussie gaande, en wel
met betrekking tot het structuurregime annex coöpta-
tiesysteem bij raden van commissarissen. In dat ver-
band worden vragen gesteld als: door wie worden de
commissarissen gecontroleerd? Zou benoeming van-
wege de aandeelhouders (in plaats van coöptatie) de
oriëntatie en verantwoordelijkheden van commissaris-
sen nader kunnen aanscherpen? Op het punt van be-
loningssystemen is een geleidelijke opschuiving naar
meer performance-afhankelijke compensatie waar-
neembaar, in navolging van de al langer bestaande
Angelsaksische praktijk ter zake. Met deze korte ana-
lyse beoog ik het vraagstuk van de beschermings-
maatregelen in een enigszins ruimer perspectief te
plaatsen, en wel op tweeërlei wijze:

- naast het disciplineringsmechanisme van de over-
namemarkt zijn er tal van andere disciplinerings-
mechanismen rond de onderneming die tot op
zekere hoogte onderling als substituten kunnen
worden beschouwd;
- ook bij de andere disciplineringsmechanismen zijn
discussies en ontwikkelingen gaande over aldaar

1 Deze agency-problematiek kan zich uiten in het nastre-
ven van andere doeleinden dan maximalisatie van de aan-
deelhouderswaarde, overmatige consumptie van 'perquisi-
tes', zoals excessieve luxe, overbestaving, e.d., onvoldoen-
de ondernemerschap of juist overmoedig gedrag. Vergelijk
ook P.W. Moerland, De beursvennootschap: verloren of
herboren? *ESB*, 2 december 1992, blz. 1163-1167.

2. Zie ook P.W. Moerland, Een nieuw convergentietheore-
ma voor markteconomieën?, *ESB*, 14 december 1994, blz.
1128-1133.

3. Zo kan worden gesteld dat gedurende de afgelopen ja-
ren de concurrentie-intensiteit in tal van sectoren – door
liberalisering, deregulering en internationalisering – dras-
tisch is toegenomen, hetgeen ondernemingen aanspoort tot
voortdurende efficiencyverbetering, kwaliteitsverbetering,
kortom het aan de dag leggen van ondernemerschap. Hier-
in past ook aandacht voor beheersing van de vermogens-
kosten – als onderdeel van de kostprijs van het produkt –
en dus het leveren van een goede rendements-risico presta-
tie in de richting van de aandeelhouders.



vigerende imperfecties, die zich op het eerste gezicht laten vergelijken met de situatie bij de beschermingsmaatregelen.

Een ander punt van relativering betreft het volgende.

Zeggensmacht versus liquiditeit

Het is niet onaannemelijk dat er een spanning bestaat tussen de uitoefening van zeggensmacht door aandeelhouders en de liquiditeit van het fonds ter beurze. Beschouw een strategische grootaandeelhouder die vanwege de omvang van zijn belang in staat is direct invloed uit te oefenen op het beleid van de onderneming en het gedrag van het management. De keerzijde van dit grootaandeelhouderschap is een relatief beperkte 'free float' en een mogelijk beperkte liquiditeit van de markt. Beschouw anderzijds een beursvennootschap met wijd verspreid aandelenbezit onder vele particuliere beleggers en instituten. In dat geval zijn de mogelijkheden tot uitoefening van effectieve zeggensmacht wellicht beperkt, maar mag een relatief grote mate van marktliquiditeit worden verwacht. Stel dat deze externe aandeelhouders meer zeggenschap zou worden verleend – bij voorbeeld door de invloed van certificaathouders te verruimen of door het structuurregime aan te passen – leidt zulks dan naar verwachting tot een positief effect op de beurskoers? Dat is nog maar de vraag. Indien die nauwere betrokkenheid zou worden geëffectueerd via participatie in het toezicht kan een ander vraagstuk rijzen, namelijk dat van exploitatie van voorkeuren, belangenverstrengeling, e.d. Met het opvoeren van de mate van 'control' wordt tegelijkertijd afbreuk gedaan aan de vrijheid van verhandeling. Er bestaat dus een zekere afruil tussen toezicht en liquiditeit⁴. Of deze per saldo een gunstig effect oplevert is moeilijk te zeggen.

In feite is het zo dat allerlei hybride vormen, die erop gericht zijn om de twee rechten die aan het gewone aandeel zijn verbonden – het vermogensrecht en het lidmaatschapsrecht⁵ op de een of andere wijze van elkaar los te koppelen, op zichzelf resultanten zijn van een economisch optimaliseringsproces. Denk in dit verband aan de piramidering via houdstermaatschappijen, de invoering van 'dual-class shares', certificering, en dergelijke. Deze hybriden zijn vermoedelijk mede zo populair vanwege het feit dat sommige categorieën van aandeelhouders meer belang en meer waarde hechten aan liquiditeit en risicospreiding dan aan zeggensmacht. In dit licht behoren beschermingsmaatregelen, die een beperking van de zeggensmacht van externe aandeelhouders inhouden, niet per se als schadelijk voor de koersvorming te worden beschouwd, als ze althans tevens bijdragen tot een grotere mate van marktliquiditeit. Vergelijk de bevindingen van de Zwitser Horner, welke hieronder worden gerapporteerd.

Verschansing of onderhandelingswapen?

De vraag of beschermingsmaatregelen al dan niet schadelijk zijn voor de beurswaardering van een vennootschap is theoretisch moeilijk ondubbelzinnig te

beantwoorden. Wat dit betreft worden veelal twee elkaar uitsluitende hypothesen geformuleerd, namelijk:

- de managerial entrenchment-hypothese;
- de stockholders interest-hypothese.

De eerste hypothese voorspelt een negatieve invloed van beschermingsconstructies op de beurskoers, aangezien door de verschansing (entrenchment) van het management interessante overnamemogelijkheden en premies worden afgehouden.

De tweede hypothese voorspelt een positieve invloed van beschermingsconstructies op de beurskoers, aangezien door de protectie het management de ruimte en de tijd wordt geboden om gunstiger voorwaarden te bedingen bij de bieder. Een voorbeeld hiervan is de recente overname van Lotus door IBM. Het eerste bod van IBM werd door het management van Lotus als vijandig betiteld. Na enkele weken wenste het management van Lotus wel in te gaan op de avances van IBM, nadat een hoger bod op de aandelen en een directiestoel voor de Lotus-president uit de bus waren gerold. In dit geval werden dus zowel de belangen van de aandeelhouders als van het zittende management (tevens aandeelhouder) gediend. Aanvankelijke weigerachtigheid, geschraagd door formele beschermingsmaatregelen, kan als wapen in de onderhandelingen goede diensten bewijzen.

De empirische toetsing van bovengenoemde hypothesen levert een enigszins gemengd beeld op, al lijkt per saldo de verschansingstheorie beter te scoren. In sommige landen bestaan, anders dan in ons land, aandelen met en zonder stemrecht. Zo kent men in Zwitserland aandelen met gewoon stemrecht, aandelen met verhoogd stemrecht, en aandelen zonder stemrecht. De aandelen met gewoon stemrecht zijn vergelijkbaar met ons gewone aandeel. De aandelen met verhoogd stemrecht mogen alleen worden gehouden door Zwitserse ingezetenen (althans tot voor kort), die bovendien naar believen van de onderneming al dan niet kunnen worden toegelaten. De vermogensrechten van alle drie typen aandelen zijn gelijk. Horner heeft onderzocht welk effect het verschil in stemrecht heeft op de prijs van de aandelen⁶. Hij vond in het merendeel van de gevallen een 'discount' van meer dan 10% voor aandelen zonder stemrecht in vergelijking met gewone aandelen. Merkwaardigerwijze trof hij ten aanzien van de aandelen met verhoogd stemrecht een invers resultaat aan, aangezien deze gewoonlijk het laagste geprijsd zijn. Volgens Horner zou hier echter sprake zijn van elkaar tegenwerkende deeleffecten, een positief stemrecht-effect en een overtroevend negatief incurantheid-effect.

4. Vergelijk A. Bhide, The hidden costs of stock market liquidity, *Journal of Financial Economics*, 1993, blz. 31-51.

5. Het lidmaatschapsrecht verschafft de aandeelhouder stemrecht in het Algemene Vergadering van Aandeelhouders.

Het vermogensrecht verschafft de aandeelhouder het recht op uitkeringen uit de winst en, indien van toepassing, op een evenredig deel van het liquidatiesaldo.

6. M.R. Horner, The value of corporate voting right, evidence from Switzerland, *Journal of Banking and Finance*, jg. 12, blz. 69-83.

Levy trof voor 25 ondernemingen, genoteerd aan de beurs van Tel Aviv, die aandelen met verschillend stemrecht hadden uitstaan, een significant positieve premie voor de categorie met het hogere stemrecht⁷.

Rydqvist heeft voor ondernemingen, welke aandelen met een verschillend stemrecht hebben genoteerd staan aan de Stockholm Stock Exchange, onderzocht of er sprake is van een premie voor (hoger) stemrecht⁸. Hij vond in veel gevallen een positieve premie, welke echter in grootte nogal varieert tussen verschillende ondernemingen, van zeer klein tot meer dan 100%.

In de VS is door een aantal ondernemingen een zogenaamde 'dual-class recapitalization' doorgevoerd. Hierbij worden de externe aandeelhouders in de gelegenheid gesteld om hun gewone aandelen om te ruilen tegen aandelen met beperkt stemrecht (hetgeen meestal gepaard gaat met een extra dividend). De gewone aandelen belanden veelal in kringen van het ondernemingsbestuur. Uit verscheidene onderzoeken, zoals Lease, McConnell en Mikkelson, Jarrell en Poulsen komt naar voren dat de aandelen met inferieur stemrecht significant lager geprijsd zijn dan de gewone aandelen⁹. Het aankondigingseffect van 'dual-class recapitalizations' is significant negatief. Deze uitkomst kan in feite op een lijn worden gesteld met de aankondigingseffecten van andere (verkapte) beschermingsmaatregelen, zoals gifpillen, 'greenmail', 'standstill agreements' e.d. Dergelijke maatregelen resulteren in het algemeen in prijsdalingen in de orde van 1 à 3%.

Cantrijn en Kabir hebben empirisch onderzoek verricht naar de invloed van beschermingsconstructies op aandelenkoersen van Nederlandse vennootschappen¹⁰. Hun onderzoek spitst zich toe op de analyse van preferente beschermingsaandelen en leidt tot de conclusie dat er een significant negatief effect is van de invoering van bescherming op de aandelenkoersen, in de orde van zo'n 10%. Hierdoor wordt naar hun mening de managerial entrenchment-hypothese bevestigd voor wat betreft de uitgifte van preferente beschermingsaandelen. Dit zou inhouden dat deze constructies een negatieve invloed hebben op de beurswaarde van ondernemingen. Voor zover beschermingsconstructies als rem fungeren in de werking van de overnamemarkt, kunnen voor de aandeelhouders opportuniteitsverliezen optreden vanwege de mogelijke verijdeling om overnamepremie te toucheren.

Betekent dit nu dat Nederlandse beursvennootschappen in dit opzicht ongunstig afsteken bij vennootschappen in andere landen van continentaal-Europa? In deze andere landen treft men veelvuldig structurele barrières aan in de vorm van geconcentreerd aandelenbezit. Aangezien deze barrières evenzeer de vrije werking van de overnamemarkt beperken mag hiervan een vergelijkbaar effect op de beurswaardering worden verwacht als het geval is bij de technische barrières. In feite vormen technische overnamebarrières en structurele overnamebarrières substituten voor elkaar¹¹. Volgens minister Zalm zouden structureel-economische overnamebarrières in de toekomst de plaats moeten innemen van de huidige juridisch-technische barrières. Daarbij zou de in-

vloed van de aandeelhouders op de onderneming moeten worden vergroot, hetgeen de belangstelling van de zijde van de institutionele beleggers (zoals pensioenfondsen) verder zou doen toenemen om in Nederlandse beursvennootschappen te beleggen. Dergelijke institutionele aandeelhouders zouden een rol kunnen gaan spelen die vergelijkbaar is met die welke de banken in Duitsland plegen te spelen, aldus de minister. Mijn inschatting is evenwel dat Nederlandse institutionele beleggers eerder zullen opschuiven in de richting van hun Angelsaksische collega's dan in de richting van de Duitse banken. Institutionele beleggers moeten immers in steeds sterkere mate aan hun eigen performance denken en zij zullen om die reden bij de beoordeling van overnamebiedingen primair hun eigen belang laten prevaleren.

Takeover-panel

Medio mei hebben de Vereniging voor de Effectenhandel en Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen op hoofdlijnen overeenstemming bereikt over een regeling inzake de mogelijke beëindiging van beschermingsmaatregelen. Dit compromis is tot stand gekomen na een lange voorgeschiedenis. In zijn jaarverslag over 1985 gaf het beursbestuur als het ware het startschot voor de gedachtenwisseling over de overdreven geachte cumulatie van beschermingsmaatregelen van Nederlandse beursvennootschappen. Die discussie verwierf destijds extra momentum toen zich gedurende de zomer van 1987 het overnamegevecht rondom Kluwer voltrok – een tafereel met Angelsaksische trekjes. In november van dat jaar verscheen het rapport van de door het beursbestuur ingestelde Commissie Beschermingsconstructies, onder voorzitterschap van wijlen professor Van der Grinten, waarin in meerderheid werd geadviseerd om de bestaande mogelijkheden tot bescherming te handhaven. Deze mogelijkheden betreffen: prioriteitsaandelen, preferente (beschermings) aandelen, certifi-

7. H. Levy, Economic evaluation of voting power of common stock, *Journal of Finance*, 1982, blz. 79-94.

8. K. Rydqvist, *The pricing of shares with different voting power and the theory of oceanic games*, dissertatie Stockholm School of Economics, the Economic Research Institute, 1986.

9. R.C. Lease, J.J. McConnell en W.H. Mikkelson, The market value of control in publicly-traded corporations, *Journal of Financial Economics*, 1983, blz. 439-471; G.A. Jarrell en A.B. Poulsen, Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms, the recent evidence, *Journal of Financial Economics*, 1988, blz. 129-152.

10. A.L.R. Cantrijn en M.R. Kabir, De invloed van preferente beschermingsaandelen op aandelenkoersen, *MAB*, 1992, blz. 328-340.

11. Vgl. A.L.R. Cantrijn, A.A. Jeunink en M.R. Kabir, *Beschermingsconstructies en de rol van de aandeelhouder*, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, Amsterdam. Zij hebben vastgesteld dat er voor Nederlandse ter beurze genoteerde ondernemingen een negatief verband blijkt te bestaan tussen de mate van concentratie van het aandeelhouderschap en de cumulatieve aanwezigheid van beschermingsconstructies. Met andere woorden, er is een afruil tussen technische en structurele barrières.

cering, beperking van het aantal uit te brengen stemmen en gemeenschappelijke bezitconstructie.

Toen het beursbestuur in maart 1988 tegen het meerderheidsstandpunt van de Commissie-Van der Grinten inging, en zich min of meer conformeerde aan het in het rapport opgenomen minderheidsstandpunt, was de boot goed aan. Een groot aantal ter beurze genoteerde ondernemingen verenigde zich in de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen, in de wandeling de VEUO. Na indringende discussies tussen beursbestuur en VEUO werd een soort pacificatie-overeenkomst gesloten, bekend als bijlage X bij het Fondsenreglement, in afwachting van een meer definitieve regeling. Daarna heeft ook de Minister van Financiën (eerst Kok, later Zalm) zich in de discussie gemengd door te eisen dat uiterlijk 1 april 1995 een regeling tot stand zou zijn gebracht, die ook in de ogen van de regering genade zou kunnen vinden. Zo niet, dan zou de (gefaalde) zelfregulering plaats dienen te maken voor wetgeving, waarvan de hoofdlijn zou zijn, dat ondernemingsbestuurders zich niet duurzaam aan de invloed van de houder(s) van de meerderheid van de aandelen zouden kunnen onttrekken.

Intussen ligt er het compromis-voorstel, als aanvulling op de bijlage X, waarvan het in het leven roepen van een onafhankelijk takeover-panel het kernelement vormt. Deze gedachte is op Angelsaksische leest geschoeid en sluit in zijn voorgestelde uitwerking goed aan bij eerdere versies van het concept voor de 13de richtlijn inzake het openbare bod van de Europese Commissie. Volgens het thans voorliggende voorstel beoordeelt en beslist het panel, aldus het persbericht "op verzoek van de meerderheidskapitaalverschaffer of, na afweging van alle betrokken belangen, waaronder die van de beursvennootschap en de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen en die van de verzoeker, het in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid al dan niet aanvaardbaar is om aan de verzoeker de zeggenschap en de stemrechten in de beursvennootschap te onthouden die hij zou hebben kunnen uitoefenen bij afwezigheid van bestaande belemmeringen op het opheffen waarvan het verzoek is gericht." Daarbij kunnen diverse factoren worden betrokken, zoals de identiteit en de antecedenten van de verzoeker, zijn voornemens met betrekking tot het door hem te voeren beleid, de voornemens van het zittende ondernemingsbestuur met betrekking tot het te voeren beleid, en de realiseerbaarheid van bedoelde voornemens.

Bij deze toetsing komen dus niet alleen vragen van procedurele aard aan de orde, maar ook – of juist – aspecten die een inhoudelijke afweging vergen: identiteit, beleidsvoornemens, realiseerbaarheid. Nu kan men stellen dat voor de beantwoording van dit type vragen ondernemingsbestuurders zijn ingehuurd en zij beschikken, als het goed is, bij uitstek over de kennis van en het inzicht in de desbetreffende branches en ondernemingen om tot een uitspraak hieromtrent te komen. Kan van een panel, bestaande uit onafhankelijke leden die per definitie minder goed zijn ingevoerd (want als ze dat zijn is het de vraag of ze volstrekt onafhankelijk kunnen zijn), wor-

den gevraagd om een inhoudelijke toets aan te leggen ingeval van een betwist overnamebod?

Centraal staat de afweging van betrokken belangen. Maar dat is tevens de centrale taak van directie en commissarissen. Indien het panel bij de invulling van deze ruime taakopdracht tot een andere bevinding komt dan waartoe directie en commissarissen van een doelwit-onderneming binnen dezelfde ruime taakopdracht komen, mag aan de laatsten dan wanbeleid respectievelijk falend toezicht worden verweten? En kan een bieder die achteraf beleidswijzigingen doorvoert – die voor sommigen betwistbaar zijn en voor anderen verdedigbaar – in afwijking van zijn vooraf in het vooruitzicht gestelde bedoelingen daarop worden aangesproken? Ik kan me heel wel een panel voorstellen dat een toetsende taak heeft inzake te volgen regels en procedures en ook nog wel inzake evidente hoedanigheden van sommige bidders of bestuurders, al kunnen aandeelhouders in zulke situaties vermoedelijk ook zelf wel hun strepen trekken. Zo schijnen sommige institutionele beleggers in de Verenigde Staten onlangs te hebben aangekondigd niet te zullen ingaan op een (inmiddels weer ingetrokken) bod van de beursraider Kirk Kerkorian op Chrysler. Maar het plegen van een adequate inhoudelijke afweging in gevallen waar over en weer serieuze beleidsvoornemens dingen om de gunst lijkt me voor een panel een bijzonder lastige, zo niet onmogelijke opgave.

Quo vadis?

De discussie over beschermingsmaatregelen is in een kritieke fase aangeland. Geleidelijk aan is zich een mate van consensus aan het aftekenen rondom het standpunt dat de invloed van een respectabele meerderheidsaandeelhouder niet duurzaam door het ondernemingsbestuur kan worden genegeerd. Beschermingsmaatregelen zouden primair dienen te worden gehanteerd als instrumenten om tijdsruimte te creëren teneinde tot een gefundeerde afweging van belangen te kunnen komen. Procedurele rondomnames, en zeker rondom betwiste overnames, dienen met zodanige waarborgen te zijn omgeven dat alle betrokken partijen hun argumenten rustig en tijdig voor het voetlicht kunnen brengen. Mij lijkt dat de uiteindelijke inhoudelijke afweging toekomt aan de ondernemingsbestuurders en niet aan een takeover-panel. Wel is een panel denkbaar met het oog op de toetsing van naleving van te volgen regels en procedures.

Gedurende de afgelopen decennia heeft zich in ons land een proces voltrokken, waarin de invloed en zeggenschap van externe aandeelhouders ernstig is verwaterd. Deze ontwikkeling vloeide op min of meer natuurlijke wijze voort uit de hier te lande vigerende maatschappelijke opvattingen en formele regelingen ten aanzien van de rol en positie van ondernemingen en van de daarbinnen fungerende organen.

(Zie verder blz. 634.)

(Vervolg van blz. 628)

Anders dan in de Angelsaksische landen heerst in Nederland (en in andere landen van continentaal-Europa) een, wat ik zou willen noemen, institutionele opvatting van de beursvennootschap, dat wil zeggen dat deze wordt beschouwd als een zelfstandige, op continuïteit gerichte entiteit met een eigen vennootschappelijk belang, als overkoepeling en integratie van een aantal deelbelangen, waaronder die van de werknemers. Directie en commissarissen van structuurvennootschappen worden geacht te handelen in het belang van de onderneming als geheel en de daarbij betrokkenen. Dit houdt in dat door de Nederlandse wetgever geen primaat wordt toegekend aan de behartiging van de belangen der aandeelhouders. Als ik het goed zie dan staan we aan de vooravond van een zekere rehabilitatie van de positie van externe aandeelhouders.

Bij een herstel van het evenwicht in de 'checks and balances' tussen aandeelhouders en ondernemingsbestuur is de voorgestelde figuur van een take-over-panel overbodig. In de plaats daarvan kunnen de eigen aandeelhouders, mits toegerust met herwonnen zeggensmacht, het ondernemingsbestuur disciplineren indien zij zich zou bedienen van kennelijk ondeugdelijke argumenten. Zulks kan door te stemmen met de voeten (aandelen verkopen), of door te stemmen met het hoofd (in de algemene vergadering). Het stemrecht is overigens niet alleen in het geval van betwiste overnames, maar meer in algemene zin, aan een revitaliseringskuur toe. Meer evenwichtige verhoudingen in de 'corporate governance' van beursvennootschappen zijn niet alleen dienstig voor aandeelhouders, maar komen uiteindelijk ook de ondernemingsbestuurders en de onderneming zelve ten goede.

P.W. Moerland