



## Na de tasjesoorlog

**Auteur(s):**

Keuzenkamp, H.A.

**Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4208, pagina 441, 11 juni 1999

**Rubriek:**

Van de redactie

**Trefwoord(en):**

corporate, governance

**In 1992 wilde Thorn Hagen Nedlloyd overnemen. Het lukte net zomin als de overname van de Bijenkorf door WE, of de coup van Moët Hennessy Louis Vuitton (LVMH) bij het in Amsterdam genoteerde modehuis Gucci. De laatste affaire ontlokte de *Financial Times* het commentaar in de Lex Column van 28 mei, dat "the Dutch jurisdiction gives managers ample scope to protect themselves. Investors should know this when they buy stocks listed in Amsterdam".**

De beschermingsconstructies van Nederlandse ondernemingen staan terecht ter discussie. Dit valt onder het bredere debat over 'corporate governance' dat binnen en buiten Nederland gaande is <sup>1</sup>. Velen juichen het dan het wetvoorstel van minister Zalm toe dat de beschermingsconstructies zal inperken. Maar is die bescherming werkelijk zo'n probleem?

Op het eerste gezicht lijkt dat van wel. Neem Nedlloyd (zie ook Maassen, blz. 149 e.v.). De toenmalige directie zag de belangstelling van Hagen niet zitten. Via de algemene vergadering van aandeelhouders probeerde Hagen toch een zetel in de raad van commissarissen te verwerven. De aandeelhouders kunnen in het Nederlandse structuurregime echter slechts een voordracht doen, de commissarissen benoemen zichzelf via coöptatie. Hagen kreeg nul op het rekest. Hij liet zich echter niet ontmoedigen en zorgde dat de vergadering van aandeelhouders de jaarstukken van 1990 afkeurde. Morrend leek Nedlloyd daarop overstag te gaan, maar gelukkig was er nog de hondstrouwe ondernemingsraad, die met een bezwaar kwam tegen de voordracht van Hagen. Een pikant detail is dat in deze periode het ondernemingspensioenfonds van het kwakkelende Nedlloyd zich met steun van de vakbonden liet verleiden om aandelen van het eigen bedrijf te kopen, om zo mee te helpen in de strijd tegen de vileine viking.

Uiteindelijk trok Hagen zich terug, Nedlloyd kwakkelde verder en de beurskoers van vandaag wijkt nauwelijks af van die van eind 1993. De kwalificatie 'underperformer', die de beleggingsadviseurs van abn amro aan Nedlloyd geven, is een beleefd understatement. Maar bewijst dit nu hoe schadelijk de bescherming uit kan pakken? Zeer ten dele - de aandeelhouders hadden namelijk wel degelijk macht, namelijk door hun kapitaal elders onder te brengen. Dat gebeurde massaal. Nedlloyd is inmiddels tot een mager beleggingsfonds gereduceerd, de ondernemingstaken zijn successievelijk afgestoten. De

kapitaalmarkt doet haar zegenrijke werk. Het echte maatschappelijke vraagstuk lijkt in dit geval of de pensioengerechtigde werknemers van Nedlloyd hiertegen in bescherming genomen hadden moeten worden.

Eerst ter vergelijking Gucci. De *Financial Times* spreekt van "one of the luxury goods sector's success stories" - het contrast met Nedlloyd kan nauwelijks groter. Maar net als Nedlloyd verweerde Gucci zich met succes tegen een 'vijandige' overname, hier van LVMH. Nu werden extra aandelen uitgegeven om zich te beschermen, eerst bij een personeelstichting, later bij het 'bevriende' Pinault-Printemps-Redoute. Van het aanvankelijke belang van lvmh bleef daardoor weinig over. Op 26 mei bepaalde de Amsterdamse rechter dat de beschermingswal van Gucci aanvaardbaar is, maar dat de personeelstichting niet acceptabel was. Ook vond de ondernemingskamer dat Gucci eigenlijk nog met LVMH had moeten praten: onze overlegcultuur kruipt waar die niet gaan kan.

Natuurlijk is het zuur voor LVMH dat het Gucci niet kan inlijven. Toch is bescherming van een onderneming tegen een ongewenste overname geen slechte zaak. Als het bestuur niet deugt, straft de kapitaalmarkt dat vanzelf wel af - zie Nedlloyd. Als het wel een goede reden heeft om zich tegen de overname te verzetten, zal dat in de cijfers blijken. De echte problemen zitten minder in de bescherming, dan in de openheid daarover. Bovendien is het de vraag in hoeverre personeelsbelangen inzet in een overnamestrijd moeten worden, door een bedrijfspensioenfonds of een personeelstichting voor het karretje van het management te spannen. Hier is nadere wetgeving gewenst.

Het oordeel van de *Financial Times*, dat de internationale belegger zich bewust moet zijn van de beschermingswallen van ondernemingen die op de Amsterdamse beurs genoteerd staan, is niet helemaal to the point. Het suggereert dat alle bedrijven constructies zoals die van Gucci kunnen uitbuiten, wat de waarde van Amsterdamse beursfondsen zou moeten drukken. Dit is echter een verkeerd beeld: Gucci had eerder al toestemming van de aandeelhouders voor de beschermingsoptie verkregen. Andere bedrijven hebben dat lang niet altijd. Het is dus niet juist, dat de potentiële beschermingswalletjes van Amsterdam leiden tot onderwaardering van alle Amsterdamse beursfondsen. Wel is het wenselijk dat ondernemingen in hun jaarverslagen uitdrukkelijk de (opeenstapeling van) beschermingsconstructies, die soms zeer Nederlands zijn, aangeven. Alleen al omdat rond de veertig procent van de Amsterdamse aandelen in buitenlands bezit zijn, is zulke helderheid zeer gewenst.

1 Een synopsis. In juni 1997 kwam de commissie-Peters met veertig aanbevelingen voor een betere aansturing en verantwoording van ondernemingen. De 'Monitoring Commissie Corporate Governance' rapporteerde in december 1998 in hoeverre Nederlandse beursondernemingen deze aanbevelingen naleefden. Op 10 mei stuurde minister Zalm een brief aan de Tweede Kamer met de kabinetsreactie op dit rapport. Een week later kwam de oeso met zijn *Principles of corporate governance*. Iets eerder promoveerde Gregory Maassen aan de Erasmus Universiteit op een interessant proefschrift over *An international comparison of corporate governance models* (Spencer Stuart, Amsterdam 1999).