



Nieuwe fondsen minder beschermd

Auteur(s):

Kolfschoten, D.
Haan, J., de
Couwenberg, O.

De eerste auteur studeerde Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen. Het artikel is gebaseerd op zijn afstudeerscriptie. De andere auteurs zijn verbonden aan de Faculteit der Economische Wetenschappen van de RuG.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4247, pagina 222, 17 maart 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

corporate, governance

Bedrijven die de afgelopen twee jaar een beurs-notering hebben aangevraagd, hebben veelal minder beschermingsconstructies dan bedrijven die al langer beursgenoteerd zijn.

Onlangs werd bekend gemaakt dat zeven grote Nederlandse ondernemingen beleggers in staat gaan stellen om vanuit hun luie stoel thuis te stemmen op de aandeelhoudersvergadering. Beleggers die op de zevende dag voor de vergadering effectenbezitter zijn, kunnen een stem uitbrengen zonder zelf naar de vergadering te komen.

De introductie van 'stemmen op afstand' is een vervolg op aanbevelingen van de Commissie Peters. In haar rapport uit 1997 over corporate governance in Nederland deed deze commissie veertig aanbevelingen die onder meer zijn gericht op verbetering van de positie van de aandeelhouders¹. Naar het oordeel van de commissie dient de verantwoordelijkheid voor de implementatie van haar voorstellen bij het bedrijfsleven te liggen. Een wetswijziging om de positie van aandeelhouders te versterken is volgens de commissie niet nodig.

De introductie van 'stemmen op afstand' suggereert dat de door de commissie Peters bepleitte zelfregulering van het bedrijfsleven vruchten begint af te werpen. Eén zwaluw maakt echter nog geen zomer. Om na te gaan of de houding van bedrijven jegens hun aandeelhouders onder invloed van de discussie over corporate governance daadwerkelijk is veranderd, hebben wij onderzoek gedaan naar het gebruik van beschermingsconstructies door ondernemingen die de afgelopen twee jaren een notering hebben aangevraagd aan de Amsterdam Exchanges. Onder beschermingsconstructies verstaan we alle maatregelen genomen op initiatief van het bestuur van een onderneming, die de bedoeling hebben om te verhinderen dat de onderneming wordt overgenomen en als gevolg waarvan de invloed van de aandeelhouders wordt ingeperkt. Men mag verwachten dat een mogelijke afname van het gebruik van beschermingsconstructies juist bij nieuw genoteerde ondernemingen als eerste zichtbaar zal zijn. Uit ons onderzoek blijkt dat de cumulatie van beschermingsconstructies bij jonge bedrijven aanzienlijk geringer is dan bij reeds langer genoteerde bedrijven. Veel nieuw genoteerde bedrijven passen nog maar één beschermingsconstructie toe, waarbij de mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen de grootste populariteit geniet.

Beschermingsconstructies

In ons land wordt volop gebruik gemaakt van diverse beschermingsconstructies. Critici van beschermingsconstructies menen dat deze dienen om de positie van het management veilig te stellen, waarbij het management in deze visie eerder de eigen belangen dan die van de aandeelhouders nastreeft. Bovendien zou het grote aantal beschermingsconstructies bij Nederlandse fondsen een lagere koers/winstverhouding tot gevolg hebben. Dit vermindert de aantrekkelijkheid van het aandeel als beleggingsinstrument en leidt ertoe dat de kosten om vermogen aan te trekken worden opgedreven².

In navolging van de Monitoring Commissie, die onderzocht heeft in hoeverre de aanbevelingen van de commissie Peters zijn opgevolgd, hebben wij in ons onderzoek de volgende beschermingsconstructies onderscheiden³:

- » structuurregime;
- » prioriteitsaandelen;
- » certificering;
- » preferente aandelen;
- » grote pakketten.

Structuurregime

Alleen ondernemingen met een geplaatst aandelenkapitaal van ten minste 25 miljoen gulden, een verplichte ondernemingsraad en een personeelsomvang van ten minste honderd werknemers in Nederland vallen onder het zogenaamde structuurregime. Een onderneming kan echter besluiten tot het vrijwillig aannemen van het structuurregime. Voorwaarde hiervoor is dat het bedrijf een ondernemingsraad heeft ingesteld waarop de bepalingen van de Wet op de Ondernemingsraden van toepassing zijn. Het structuurregime geeft de Raad van Commissarissen veel taken en bevoegdheden ten koste van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De structuurregeling valt strikt genomen niet onder de definitie van een beschermingsconstructie. Het is immers geen maatregel die door het bestuur is getroffen om een overname van de onderneming te verhinderen, maar is door de wetgever opgelegd. Doordat het structuurregime de zeggenschap van aandeelhouders beperkt, heeft het echter wel degelijk een beschermend karakter.

Prioriteits aandelen

Houders van prioriteits aandelen hebben speciale bevoegdheden, bijvoorbeeld het doen van een bindende voordracht van bestuurders. Dit soort aandelen is vaak in bezit van een stichting, de prioriteitsaandeelhouder, waarvan het bestuur uit bestuurders van de onderneming kan bestaan. Indien de prioriteits aandelen in handen zijn van een 'bevriende' stichting, kunnen zij als een belangrijk beschermingsmiddel functioneren. Er zijn echter sinds enige jaren wel beperkingen gesteld aan de samenstelling van het bestuur van een 'bevriende stichting'. Zo dient het bestuur enkele onafhankelijke leden te hebben.

Certificering

Bij certificering van aandelen wordt een splitsing aangebracht in de kapitaalrechten en de zeggenschapsrechten van een aandeel. Een administratiekantoor krijgt de oorspronkelijke aandelen op zijn naam geschreven, waartegen het zogenaamde certificaten van aandelen uitgeeft. In tegenstelling tot de aandelen die op naam staan, luiden de certificaten aan toonder. Hierdoor zijn de certificaten ook makkelijker verhandelbaar. Het administratiekantoor behoudt de stemrechten die aan de aandelen zijn verbonden.

Preferente aandelen

Preferente aandelen hebben voorrang boven gewone aandelen. Deze voorrang heeft meestal betrekking op dividenduitkeringen of uitkeringen bij liquidatie. Indien preferente aandelen worden uitgegeven om risicodragend vermogen aan te trekken, spreekt men van preferente financierings aandelen. Daarnaast kunnen preferente aandelen worden uitgegeven ter bescherming van de onderneming, de zogenaamde preferente beschermings aandelen. Door extra aandelen te plaatsen bij bevriende instanties of relaties - veelal stichtingen - kan een onderneming in tijden van een overnamedreiging de zeggenschap van de overige aandeelhouders, waaronder die van de gevreesde nieuwe eigenaar, in belangrijke mate terugdringen. Stichtingen die de preferente aandelen verkrijgen dienen onafhankelijk te zijn van de onderneming, zowel op financieel als bestuurlijk vlak.

Grote pakketten

Als een aandeelhouder een groot gedeelte van de aandelen in handen heeft, heeft deze het in feite in de praktijk voor het zeggen, waardoor de stem van de veel kleinere aandeelhouder verloren gaat. Hoewel 'grote pakketten' eigenlijk geen beschermingsconstructie zijn, leidt het wel tot een aanzienlijke beperking van de zeggenschap van de kleine aandeelhouders. Indien de 'grote pakketten' in handen zijn van bevriende partijen, dan kan dit bovendien als een soort beschermingsconstructie worden aangemerkt.

De onderzochte bedrijven

Naar de toepassing van beschermingsconstructies door ondernemingen die de afgelopen twee jaar een notering hebben gekregen aan de Amsterdamse beurs is niet eerder onderzoek verricht. Men zou verwachten dat dergelijke beursnieuwelingen zich in het licht van de gevoerde discussie over corporate governance terughoudend opstellen bij het toepassen van beschermingsconstructies. Aandeelhouders zijn immers kritischer geworden en zullen vooral bij de introductie van een nieuw fonds de voorgestelde zeggenschapsverhoudingen nauwkeuriger dan voorheen tegen het licht houden. De aantrekkelijkheid van een bepaald aandeel wordt niet langer enkel bepaald door de financiële vooruitzichten die het fonds biedt. De invloed van de belegger op de onderneming is mede bepalend voor de aantrekkelijkheid van het fonds.

Alle 34 fondsen die in de periode januari 1998 - december 1999 een notering hebben gekregen aan de Amsterdam Exchanges zijn in ons onderzoek meegenomen. [tabel 1](#) vat het gebruik van beschermingsconstructies door deze ondernemingen samen. Het blijkt dat jonge beursgenoteerde ondernemingen een zeer duidelijke voorkeur hebben voor de toepassing van bepaalde beschermingsconstructies. Met name het gebruik van prioriteits aandelen en beschermende preferente aandelen is bij beursnieuwelingen zeer populair. Ruim 61 procent van de onderzochte ondernemingen maakt gebruik van preferente aandelen om zich te beschermen tegen een eventuele vijandige overname. Meestal gebeurt dit in de vorm van de verlening van een optie aan een stichting op een pakket preferente aandelen, dat normaliter de helft van het aandelenvermogen betreft. Prioriteits aandelen werden door 38 procent van de totale onderzochte groep als beschermingsconstructie aangewend. In zes gevallen vond een combinatie van beide beschermingsmiddelen plaats. De certificering van aandelen of de (vrijwillige) toepassing van het structuurregime wordt weinig gebruikt in de door ons onderzochte bedrijven.

Tabel 1. Overzicht toegepaste beschermingsmaatregelen bij 34 Nederlandse beursgenoteerde fondsen die in 1998 en 1999 een notering kregen

beschermingsconstructies	aantal	%
certificering	1	2,9
aandelenpakketten (> 40% uitst. aandelen)	17	50,0
prioriteits aandelen	13	38,2
structuurregime	4	11,8
beschermende preferente aandelen	21	61,8
geen beschermingsconstructies	2	5,9

Om een goed inzicht te krijgen in het gebruik van beschermingsconstructies door Nederlandse ondernemingen, is het van belang om ook de cumulatie van constructies te analyseren. Deze gegevens zijn weergegeven in [tabel 2](#). Uit deze tabel blijkt dat een groot deel van de ondernemingen (44,1 procent) slechts één constructie toepast. Zoals ook in [tabel 1](#) naar voren komt, zijn slechts twee ondernemingen geheel onbeschermd. Bijna dertig procent van de onderzochte ondernemingen past twee beschermingsconstructies toe en ruim twintig procent maakt gebruik van drie constructies. Geen enkel bedrijf dat de afgelopen twee jaar naar de beurs gegaan is, heeft vier of meer beschermingsmaatregelen getroffen.

Tabel 2. Cumulatie van beschermings-constructies bij beursintroductions van Nederlandse ondernemingen in 1998 en 1999

aantal beschermings-constructies	aantal fondsen	percentage
0	2	5,9
1	15	44,1
2	10	29,4
3	7	20,6
4	0	0,0
totaal	34	100

Eerder onderzoek

Onze resultaten lenen zich voor een vergelijking met de uitkomsten van het onderzoek uit 1998 van de Monitoring Commissie Corporate Governance. Deze commissie heeft onder meer het gebruik van beschermingsconstructies onderzocht bij beursgenoteerde bedrijven. De resultaten van dit onderzoek zijn samengevat in [tabel 3](#). Uit deze tabel volgt dat van de 159 onderzochte fondsen in 1998 er 56 (35,2 procent) gecertificeerde aandelen hebben, 88 (55,3 procent) fondsen de mogelijkheid hebben tot uitgifte van preferente aandelen en 42 (26,4 procent) fondsen prioriteitsaandelen hebben. Bovendien passen 97 (61,0 procent) fondsen het structuurregime toe. Bij 42 (26,4 procent) ondernemingen is meer dan veertig procent van de aandelen in handen van één grote aandeelhouder. Vergelijking van [tabel 1](#) met [tabel 3](#) leert dat er een aantal verschillen is tussen nieuwe en langer genoteerde bedrijven. Certificering en toepassing van het structuurregime worden minder gebruikt bij de jongst genoteerde bedrijven. Hierbij moet echter worden bedacht dat dit samenhangt met het karakter van de nieuwe noteringen. Het gaat hierbij veelal om kleinere bedrijven die niet verplicht zijn om het structuurregime toe te passen.

Tabel 3. Overzicht toegepaste beschermingsmaatregelen bij 159 Nederlandse beursgenoteerde fondsen per januari 1998

beschermingsconstructie	aantal	%
certificering	56	35,2
aandelenpakketten (> 40% uitst. aandelen)	42	26,4
prioriteitsaandelen	42	26,4
structuurregime	97	61,0
beschermende preferente aandelen	88	55,3
geen beschermingsconstructies	13	8,2

bron: Monitoring Commissie Corporate Governance 1998.

[tabel 4](#) toont de cumulatie van beschermingsconstructies bij reeds langer genoteerde bedrijven. Begin 1998 waren van alle genoteerde ondernemingen aan de Amsterdamse beurs slechts dertien bedrijven geheel onbeschermd. Verder hadden 37 fondsen één beschermingsconstructie, 52 bedrijven hadden twee beschermingsconstructies, 48 bedrijven hadden drie constructies en negen fondsen gebruikten vier beschermingsconstructies. Vergelijking met de door ons onderzochte beursintroductions leert dat nieuwe beursgenoteerde fondsen een duidelijk geringere cumulatie van beschermingsconstructies hebben dan reeds langer genoteerde fondsen. Zo heeft van de door ons onderzochte bedrijven vijftig procent slechts één constructie of minder toegepast, terwijl dit percentage voor de andere groep ligt op 31,5 procent.

Tabel 4. Cumulatie van beschermingsconstructies bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen per januari 1998

aantal beschermings-constructies	aantal fondsen	percentage
0	13	8,2
1	37	23,3
2	52	32,7
3	48	30,2
4	9	5,7
totaal	159	100

bron: Monitoring Commissie Corporate Governance 1998.

Conclusie

Uit het rapport van de Monitoring Commissie die heeft onderzocht in hoeverre de beursgenoteerde ondernemingen de veertig aanbevelingen van de commissie Peters hebben opgevolgd, komt naar voren dat de aanbevelingen ten aanzien van de verantwoordelijkheden en de procedures omtrent de Raad van Commissarissen veelal zijn opgevolgd. Dit geldt echter niet voor de aanbevelingen ter verbetering van de zeggenschap van aandeelhouders. Het Nederlandse bedrijfsleven houdt vast aan de toepassing van beschermingsmaatregelen. Slechts veertien van de in totaal 159 onderzochte bedrijven hebben maatregelen genomen ter verbetering van de zeggenschap van aandeelhouders. Ook de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) heeft recentelijk een onderzoek gedaan naar de zeggenschapspositie van aandeelhouders bij de Amsterdamse beursfondsen ⁴. Zij komt tot vergelijkbare conclusies en constateert dat van vrijwillige inperking van het aantal toegepaste constructies vooralsnog weinig is terecht gekomen.

Ons onderzoek naar het gebruik van beschermingsconstructies bij bedrijven die de afgelopen twee jaar een notering hebben aangevraagd aan de Amsterdam Exchanges leidt tot iets andere conclusies. Weliswaar maken ook jonge bedrijven veelal gebruik van beschermingsconstructies, maar in vergelijking met reeds langer genoteerde bedrijven is duidelijk sprake van een geringere cumulatie van beschermingsconstructies. Veel nieuw genoteerde bedrijven passen nog maar één beschermingsconstructie toe, waarbij de mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen de grootste populariteit geniet. Aangezien het gebruik van beschermende preferente aandelen in de vorm van een optieverlening aan een stichting alleen in tijden van overnamedreiging de invloed van aandeelhouders beperkt én juist deze constructie veel populariteit geniet onder nieuwe beursgenoteerde bedrijven, lijkt de aandeelhouder in rustige tijden meer zeggenschap te krijgen bij deze ondernemingen

¹ J.F.M. Peters e.a., *Corporate Governance in Nederland: de veertig aanbevelingen*, Amsterdam, 1997.

² Voor een discussie wordt verwezen naar A.L.R. Cantrijn e.a., *Beschermingsconstructies en de rol van de aandeelhouder*, NIBE 1993 en P.W. Moerland, *Corporate Governance; theorie en praktijk in internationaal perspectief*, *Financiële en Monetaire Studies*, 1998.

³ J.F.M. Peters e.a., *Monitoring corporate governance in Nederland*, Amsterdam, 1998.

⁴ *VEB Effect*, 23 oktober 1999, blz. 21-22.