

Voorstel tot nul-aandelen ongefundeerd

Dualisme

In zijn inaugurele rede constateert prof. mr. C.A. Schwarz dat de algemene vergadering van aandeelhouders als orgaan binnen het dualistische systeem van de kapitaalvennootschap al decenia lang disfunctioneert¹. Met dualisme bedoelt hij hier de natuurlijke belangen- tegenstelling tussen bestuurders en aandeelhouders van een vennootschap. De aandeelhouder is slechts uit op "hoge koersen en vette dividenden", terwijl het belang van de bestuurder is het verwerven van een zo hoog mogelijk inkomen bij een sub-maximale inspanning zonder zijn positie op de tocht te zetten.

Door de lage opkomstpercentages kan de algemene vergadering van aandeelhouders volgens Schwarz haar sturende en corrigerende rol binnen de vennootschap niet goed vervullen. Een lage opkomst kan er namelijk toe leiden dat een toevallige meerderheid die een klein deel van het kapitaal vertegenwoordigt, besluiten neemt die niet in het belang van de onderneming zijn en de stabiliteit van het vennootschappelijk beleid in gevaar brengen. Schwarz kwalificeert dit verschijnsel, gezien het door de wetgever beoogde machts-evenwicht bij de kapitaalvennootschap, als onwenselijk.

0-aandelen

Het hierboven gesignaleerde probleem zou volgens de kersverse hoogleraar kunnen worden weggenomen door de introductie van aandelen zonder stemrecht: zogenaamde 0-aandelen. Hij stelt voor aan alle naamloze vennootschappen de mogelijkheid tot emissie van 0-aandelen toe te kennen tot maximaal 70% van het totale geplaatste kapitaal. Ter compensatie van het afstaan van het stemrecht zouden de bezitters van 0-aandelen een cumulatief preferente dividend-aanspraak moeten krijgen van minimaal 3% van de nominale waarde van het aandeel.

Naast alle overige aandeelhouders-rechten moet aan de 0-aandelen, onder nauwkeurig omschreven omstandigheden, ook zeggenschap worden verbou-

den. Schwarz denkt daarbij aan die gevallen waarin de vermogenswaarde van de 0-aandelen ernstig dreigt te worden aangetast. Hij noemt als voorbeelden het niet uitkeren van het minimum preferent dividend, besluiten tot ontbinding van de vennootschap, tot emissie van aandelen, tot vermindering van kapitaal of tot fusie. In die gevallen wordt aan de 0-aandeelhouders geen directe zeggenschap in de algemene vergadering verleend, maar wordt volstaan met een regeling waarin de vergadering van 0-aandeelhouders een voorafgaand goedkeurend besluit dient te nemen.

Schwarz stelt voor de 0-aandelen aan toonder te laten luiden en de met zeggenschap uitgeruste aandelen op naam te stellen. Het op naam stellen van de stemgerechtigde aandelen biedt het voordeel dat de vrije overdraagbaarheid door middel van blokkeringsregelingen verder beperkt kan worden. Een zodanige blokkeringsregeling, vooral in een strakke aanbiedingsvariant, zou in deze constellatie een afdoende beschermend effect bieden tegen ongewenste overnames en in principe iedere verdere beschermingsmaatregel overbodig maken.

In het onderstaande worden enkele kanttekeningen geplaatst bij het geschetste voorstel van Schwarz. De kanttekeningen hebben achtereenvolgens betrekking op de achtergronden en de uitwerking van dit voorstel.

Zeggenschap

In een interview met het *Algemeen Dagblad* zegt Schwarz er uit eigen ervaring en uit kranteberichten van overtuigd te zijn geraakt dat de behoefte aan zeggenschap van aandeelhouders gering is: "De meesten zijn alleen geïnteresseerd in een goed rendement"². De lage opkomst bij algemene vergaderingen is hiervoor een belangrijke indicatie, aldus Schwarz. Het opkomstpercentage is naar mijn mening echter geen goede maatstaf voor de interesse van aandeelhouders in zeggenschap of rendement. Het is veel aannemelijker te veronderstellen dat niet de meeste maar *alle* aandeelhouders primair geïnteresseerd zijn in rendement. Het uitoefenen van zeggenschap kan daarbij

een instrument zijn. Dat niet alle aandeelhouders regelmatig van dit instrument gebruik maken kan een aantal oorzaken hebben.

In de eerste plaats kan het zo zijn dat aandeelhouders van mening zijn dat het door hen behaalde rendement al goed is en/of dat hun zeggenschap te beperkt is om dat te verbeteren. Dit laatste kan met name het geval zijn bij vennootschappen waarop het structuurregime van toepassing is. Immers, bij deze ondernemingen wordt een aantal cruciale bevoegdheden, zoals die tot benoeming en ontslag van bestuurders, toegekend aan de raad van commissarissen. Het structuurregime is van toepassing op meer dan de helft van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen; de groep waar Schwarz zich in zijn betoog in het bijzonder op richt.

In de tweede plaats zullen rationele aandeelhouders altijd een afweging maken tussen de opbrengsten en de kosten van het uitoefenen van zeggenschap. Dit kan ertoe leiden dat het behaalde rendement voor hen wellicht niet maximaal maar wel optimaal is. Ten slotte hebben individuele aandeelhouders nog de mogelijkheid van 'free riding'. Hiervan is sprake wanneer een kleine groep van aandeelhouders voor wie uitoefening van zeggenschap wel zinvol is, deze zeggenschap uitoefent en daarmee ook de belangen van de overige aandeelhouders behartigt. Dit kan met name bij beursgenoteerde ondernemingen het geval zijn. Het aandelenbezit in deze ondernemingen is namelijk voor een belangrijk deel geconcentreerd bij bedrijfsmatige (institutionele) beleggers. Genoemde aandeelhouders beperken zich bij het uitoefenen van hun invloed overigens niet tot de algemene vergadering van aandeelhouders, maar nemen ook steeds vaker direct contact op met bestuurders om over het ondernemingsbeleid van gedachten te wisselen³.

Evenwicht

Het lage opkomstpercentage vormt evenmin een indicatie dat het evenwicht in de belangenbehartiging van het bestuur en de kapitaalverschaffers ver-

1. C.A. Schwarz, *Aandelen zonder stemrecht*, Rede uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van gewoon hoogleraar in het recht, in het bijzonder in het handels- en ondernemingsrecht aan de Rijksuniversiteit Limburg, op vrijdag 26 januari 1990, W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle, 1990.

2. J. Hazejager, *Veel aandeelhouders willen geen stemrecht*, *Algemeen Dagblad*, 10 februari 1990, blz. 35.

3. I.W. Wildenberg, *De revolte van de kapitaalmarkt*, passim, Academic Service, Amsterdam, 1990.

stoord is. Immers, alleen al de dreiging van het uitoefenen van zeggenschap door aandeelhouders kan voldoende zijn om bestuurders in het gareel te houden. Naast het toekennen van zeggenschap aan aandeelhouders heeft de wetgever bovendien nog tal van andere instrumenten ontwikkeld die een behoorlijke taakvervulling door bestuurders stimuleren. Daarbij valt te denken aan het enquêterecht, de misbruikwetgeving en de Wet op de ondernemingsraden⁴.

Naast deze juridische instrumenten bestaan er ook andere, meer economische, omstandigheden die de "hebbelijke lijntrekkerij" van de bestuurders beugelen. Allereerst is het zo dat de beloning van bestuurders bij veel ondernemingen afhankelijk is van het ondernemingsresultaat, hetgeen rendementsverbetering ook voor hen aantrekkelijk maakt. Daarnaast is er zoiets als een 'markt voor management' waarin de marktwaarde (lees: beloning) van goed management hoger is dan die van slecht management. Vanuit de optiek van de aandeelhouder vormt dit marktmechanisme een goede 'incentive' voor de carrière-bewuste manager. In de laatste plaats vormt de kans om door een collega-vennootschap te worden overgenomen een stimulans tot presteren. Niet voor niets wordt wel gezegd dat de beste bescherming tegen overname een hoge beurskoers is.

Disfunctioneren

Zelfs indien we er met Schwarz van uitgaan dat de algemene vergadering van aandeelhouders inderdaad reeds decennia lang disfunctioneert, is het nog maar zeer de vraag of zijn voorstel een goed en doordacht middel is om daarin verandering te brengen.

Om te beginnen valt het moeilijk in te zien hoe het institutionaliseren van een kennelijk ongewenste situatie, die situatie zal verbeteren. Schwarz stelt namelijk dat door het wegnemen van zeggenschap bij aandeelhouders die van die zeggenschap geen gebruik maken, de algemene vergadering weer als reeel orgaan zal gaan functioneren. Het bestuur zou dan uitsluitend geconfronteerd worden met betrokken en deskundige aandeelhouders. Is het echter niet zeer waarschijnlijk dat deze laatste groep aandeelhouders dezelfde zal zijn als de groep die nu reeds bij algemene vergaderingen komt opdagen?

Wederom op basis van kranteberichten, in dit geval de beurspagina, komt Schwarz tot de conclusie dat de zeggenschap bij aandelen in het algemeen niet financieel gewaardeerd wordt. Desalniettemin wil hij de houders van 0-aandelen compenseren voor het af-

staan van hun zeggenschap. Uit strikt economisch oogpunt is het niet zinnig iemand te vergoeden in ruil voor iets waaraan de desbetreffende persoon geen waarde hecht.

Compensatie en zeggenschap

Als vergoeding voor het afstaan van zeggenschap acht Schwarz een cumulatief preferent dividend van minimaal 3% van de nominale waarde van het aandeel het meest geschikt. Door te kiezen voor een dergelijke compensatiestructuur is de reële compensatie aan de 0-aandeelhouder afhankelijk van de ontwikkeling van de (beurs)waarde van het desbetreffende aandeel en die van de inflatie. Hierdoor wordt de beloning voor het afstaan van zeggenschap betrekkelijk arbitrair en is het goed denkbaar dat zij de door Schwarz in zijn oratie gestelde onder- en bovengrenzen overschrijdt.

Voor het nemen van besluiten die de vermogenswaarde van de 0-aandelen ernstig dreigt aan te tasten is, zoals gezegd, een voorafgaande goedkeuring van de vergadering van 0-aandeelhouders vereist. Nog afgezien van het feit dat dergelijke besluiten zich vooraf moeilijk uitputtend laten opsommen of exact laten definiëren, is het onwaarschijnlijk dat 0-aandeelhouders een dergelijk besluit goedkeuren. Immers, welke aandeelhouder stemt in met een ernstige aantasting van zijn vermogenspositie? Bovendien heeft een dergelijke constructie tot gevolg dat voor een aantal belangrijke besluiten de feitelijke zeggenschap toekomt aan een groep aandeelhouders waarvan deze zeggenschap juist zou moeten worden weggenomen. Tot slot komt een dergelijk getrappt beslissingsproces de slagvaardigheid van de desbetreffende onderneming bepaald niet ten goede.

Als belangrijk voordeel van zijn voorstel noemt Schwarz het feit dat hierdoor ongewenste overnames onmogelijk worden en dat het de thans bestaande beschermingsconstructies overbodig maakt. In het bovenstaande is reeds aangegeven dat het bestaan van de mogelijkheid om overgenomen te worden een positieve bijdrage kan leveren aan het resultaat van ondernemingen. Of een overname gewenst of ongewenst is, zou in de eerste plaats moeten worden gezien vanuit de optiek van de over te nemen vennootschap zelf en niet uitsluitend vanuit die van haar bestuur of aandeelhouders. De wenselijkheid en rechtmatigheid van een overname wordt in dat geval grotendeels bepaald door de reputatie en de intenties van de overnemende partij.

Conclusie

Op basis van het bovenstaande moet de conclusie zijn dat, zo men al 0-aandelen zou willen toestaan, dit het best 0-aandelen 'zonder meer' kunnen zijn. Zoals Schwarz zelf stelt laat de positie van de houder van dergelijke 0-aandelen zich goed vergelijken met die van de houder van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten. Het is dan ook niet waarschijnlijk dat de behoefte aan dergelijke nieuwe waardepapieren groot zal zijn.

C.A. Visser

De auteur is verbonden aan Krekel van der Woerd Wouterse, Management Consultants te Rotterdam.

4. Zie ook: F.J. Dortmund, Stemrechtloze aandelen met stemrecht, *Het Financieele Dagblad*, 15 februari 1990, blz. 13.