

Wie is er de baas?

Dank zij de beurshausse heeft de Nederlandse effectenhandel de afgelopen jaren goed geboerd. De verdiensten in Nederland steken echter mager af bij de bedragen aan commissie en provisie die de vakgenoten in de Verenigde Staten tijdens de hausse verdienen aan het begeleiden van de vele vijandelijke overnemingen. Tegen deze achtergrond is het heel begrijpelijk dat men zich in Nederlandse beurskringen ging afvragen of het niet goed zou zijn als de mogelijkheden van ondernemingsbesturen om onwelkome overnamepogingen af te weren wat werden beperkt. Belangrijk is wellicht dat het voortbestaan van een geheel eigen regelgeving zich slecht verdraagt met de internationale liberalisatie en integratie van kapitaalmarkten.

In haar jaarverslag over 1985 heeft de Vereniging voor de Effectenhandel, de Amsterdamse Effectenbeurs dus, met een beroep op de rechten van de aandeelhouders gepleit voor dergelijke maatregelen. Zij dacht met name aan scherpere regulering van de uitgifte van preferente aandelen en maatregelen tegen de opeenstapeling van beschermingsconstructies. Als het bestuur van de Vereniging meteen tot die maatregelen had besloten, dan was het uitgeversconcern Kluwer nu wellicht een volledige dochter van Elsevier. Het bestuur handhaafde echter het oude ruime beleid en stelde eind vorig jaar een commissie in om de huidige beschermingspraktijk te beoordelen, de commissie-Van der Grinten. Zoals bekend slaagde Kluwer er intussen in de overneming door Elsevier af te weren door op grote schaal preferente aandelen uit te geven en bovendien te fuseren met 'white knight' Wolters Samson.

De gebeurtenissen rond Kluwer hebben ervoor gezorgd dat ter zake van beschermingsconstructies een duidelijke scheiding der geesten aan het daglicht is getreden, die zich zelfs voortzet in de commissie en in het beursbestuur. In het commissierapport lijkt het meningsverschil niet al te groot. Beide facties achten de nu toegepaste constructies acceptabel omdat alle de voorafgaande instemming van de aandeelhoudersvergadering vereisen. Daar komt bij dat geen van de constructies de 'niet-minnelijke' overneming volledig uitsluit. Bovendien zijn zij het eens over de eisen aan de bestuursamenstelling van stichtingen en administratiekantoren die aandelen beheren: die besturen moeten in meerderheid bestaan uit mensen die geen deel uitmaken van de ondernemingsleiding of die als accountant, juridisch adviseur o.i.d. een nauwe band met de directie en de raad van commissarissen hebben.

Het verschil zit in de ruimte die men ondernemingsbesturen wil laten om preferente aandelen uit te geven. De meerderheid, waaronder uiteraard enkele Kluwerianen, vinden dat de uitgifte van preferente aandelen niet aan een maximum moet worden gebonden. De minderheid, waaronder enkelen uit het Elsevier-kamp, willen dat directies voor de uitgifte van meer preferente aandelen dan 50% van het gewone aandelenkapitaal eerst de expliciete goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering moeten hebben. Het meerderheidsstandpunt komt erop neer dat het ondernemingsbestuur de zeggenschap houdt. Het minderheidsstandpunt legt het lot van de

onderneming uiteindelijk in handen van de aandeelhouders. In een dergelijke situatie had Elsevier als grootaandeelhouder wellicht een stokje kunnen steken voor de uitgifte van preferente aandelen, die Elsevier uiteindelijk machteloos maakte.

Hoewel het wat onderkoeld is opgeschreven in het rapport gaat het hier om een principiële keuze. Dat was duidelijker gebleken als de commissie het verzoek van het beursbestuur van juli 1987 had gehonoreerd om ook uitspraken te doen over beschermingsconstructies als 'poison pills', transacties ter afschrikking van overnemers die de liquiditeit en/of solvabiliteit aantasten. Het argument om dergelijke zaken maar buiten beschouwing te laten, namelijk dat ze in de huidige praktijk niet voorkomen, klinkt weinig overtuigend. Dat geldt zeker voor wie zich herinnert dat het beursbestuur Kluwer terugfloot bij een poging de auteursrechten op de juridische uitgaven – de kroonjuwelen van het concern – in een aparte onderneming onder te brengen.

De behoefte om de meningsverschillen niet op de spits te drijven blijkt ook uit de aanbeveling aan het beursbestuur om uitspraken over allerlei heikle punten aan de rechter over te laten. Daarbij gaat het b.v. om de omstandigheden waaronder een vijandig bod aanvaardbaar is, waaronder de uitgifte van preferente aandelen gerechtvaardigd is, welke handelingen in overeenstemming zijn met de 'vennootschappelijke orde' en de goede trouw enz. Dit staat in schril contrast met de aanbeveling even verderop om vooral duidelijke richtlijnen uit te vaardigen. Vanzelfsprekend gaat het dan om punten waarover de commissie het eens is.

Het bestuur heeft laten weten dat het de zaak even aanhoudt. Begin volgend jaar hoopt het bestuur een standpunt te formuleren. Het moet wel heel raar lopen als het beursbestuur alsnog de afweermogelijkheden tegen vijandelijke overnemingen wezenlijk beperkt.

Het is de vraag of we hier rouwig om moeten zijn. De aantrekkelijkheid van de Amsterdamse beurs voor buitenlanders is uiteraard niet gediend met typisch Nederlandse regels. Indien de beschermingsconstructies bovendien het aanbod van risicodragend kapitaal beperken, het beleggen in aandelen relatief onaantrekkelijk maken en het behalen van schaalvoordelen verhinderen, zou er alles voor te zeggen zijn de ondernemersvrijheid op dit punt wat aan banden te leggen. Gezien de recente ervaringen met overnemingen in de Verenigde Staten vormen bovenstaande overwegingen onvoldoende reden om beschermingsconstructies te verbieden. Integendeel, de dreiging van vijandelijke overneming heeft veel ondernemingen in de VS ertoe aangezet de korte-termijnresultaten zwaarder te laten wegen dan het lange-termijnbelang. Als beschermingsconstructies het management in staat stellen zich te concentreren op structurele versterking van de onderneming, dan zijn ook de gewone beleggers er bij gebaat dat het ondernemingsbestuur uiteindelijk de baas is.

W. Sietsma