

Corporate Governance: de grenzen van aandeelhoudersactivisme

Erik Mouthaan

SAMENVATTING Intro Sinds de brede acceptatie van de Code Tabaksblad en het verdwijnen van beschermingsconstructies als gevolg daarvan is in toenemende mate sprake van confrontaties tussen bestuurders en aandeelhouders. In die confrontaties worden de grenzen van aandeelhoudersactivisme verkend. Gevolg is een juridische strijd, die ten koste gaat van de aandacht voor de onderneming en gepaard met grote onzekerheid voor alle stakeholders. Heldere grenzen, al dan niet wettelijk verankerd, zijn daarom van groot belang. Dit artikel beoogt inzicht te geven in die grenzen door een analyse van recente jurisprudentie en het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code. Waar dwingende regels ontbreken, blijkt dat de maatstaven van 'redelijkheid en billijkheid' de rechter flexibiliteit bieden om in te spelen op gewijzigde omstandigheden en het 'rechtsgevoel' van de maatschappij. Zekerheid is er voor partijen dan echter pas als in een procedure uitspraak is gedaan.

1 Inleiding

De Nederlandse Corporate Governance Code (de Code Tabaksblad) gaat er vanuit dat aandeelhouders het bestuur van de onderneming corrigeren als wordt afgeweken van de daarin opgenomen best practice bepalingen; het 'pas-toe-of-leg-uit'-beginsel (Commissie Corporate Governance 2003). Zowel aandeelhouders als bestuurders hebben in de praktijk moeite met die actieve rol van de aandeelhouders. Zo weten aandeelhouders de algemene vergadering nog nauwelijks te vinden. Nederland loopt daardoor internationaal gezien uit de pas wat betreft het aantal ter vergade-

ring uitgebrachte stemmen. In 2006 was dit gemiddeld 44 procent (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2006). Ter vergelijking; in het Verenigd Koninkrijk ligt dit op ongeveer 60 procent en in de Verenigde Staten zelfs 85 procent. Bovendien lichten aandeelhouders hun stemgedrag nauwelijks toe en zijn de institutionele beleggers nog onvoldoende actief als aandeelhouder (Eumedion, 2007). Voor Nederland is het 'probleem' van activistische aandeelhouders overigens mogelijk extra groot, omdat Nederlandse ondernemingen een relatief open eigendomsstructuur kennen, die ervoor zorgt dat ondernemingen nogal gevoelig zijn voor activistische aandeelhouders (Boot, 2007b).

Bestuurders moeten vooral wennen aan het 'straatvoetbal' dat door activistische beleggers wordt gespeeld. Ze voelen zich geremd door regels en toezicht met betrekking tot voorkennis en marktmanipulatie, terwijl activistische beleggers de dialoog voeren via de pers, soms met flinterdunne argumenten. Toch zijn die argumenten vaak heel voorstelbaar. Het zijn dezelfde criteria die durfkapitalisten gebruiken om de koopwaardigheid van een beursfonds te toetsen; ondergewaardeerde beurskoers, gebrek aan focus (waardoor het mogelijk is onderdelen af te splitsen), veel liquide activa, stabiele cash flow, en nog beschikbare leencapaciteit ('gearing'). De argumenten van activistische aandeelhouders zijn dan ook vaak alleen te weerleggen met een gedegen, financieel onderbouwde uitleg van de door het bestuur gekozen strategie. Bovendien is cruciaal dat het bestuur het vertrouwen van de aandeelhouders heeft. In situaties waar het management geen vertrouwen heeft bij de aandeelhouders dreigt namelijk een bijna onomkeerbaar proces van verlies aan zelfbeschikkingsmacht, tenzij de raad van commissarissen bereid is in te grijpen (Boot, 2007a).

De confrontaties bij VNU, Stork, ASMI, Ahold, CSM, TNT, DSM en ABN Amro tonen aan dat van een constructieve dialoog tussen bestuurders en aandeel-

Dr Mr E.H.J. Mouthaan RA is partner bij Deloitte en tevens als docent verbonden aan de Universiteit Leiden.

houders nog vaak geen sprake is. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code (de Monitoring Commissie) concludeerde daarom dat de algemene vergadering van aandeelhouders vaak niet kan worden gezien als het forum waarin besluitvorming tot stand komt als 'vrucht van onderling overleg'. Daarbij zouden bestuurders, commissarissen en aandeelhouders ten opzichte van elkaar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid in acht moeten nemen (Monitoring Commissie, 2007). Van aandeelhouders vraagt dit enige zelfdiscipline en een kritische opstelling ten aanzien van de voorstellen en argumenten van hun medeaandeelhouders. Bestuurders en commissarissen moeten zich realiseren dat communicatie met hun aandeelhouders een kerncompetentie is, en van cruciaal belang om het vertrouwen van de aandeelhouders te behouden. Uitgangspunt blijft daarbij dat aandeelhoudersactivisme juist moet worden aangemoedigd, ook in het belang van de ondernemingen zelf.

In de volgende paragrafen worden de aan dit aandeelhoudersactivisme te stellen grenzen verkend. In paragraaf 3 zal kort worden ingegaan op het enquêterecht en de 'elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap', gevolgd door een analyse van de uitspraken in de procedures tegen Stork, ABN Amro en DSM in de paragrafen 4, 5 en 6. Paragraaf 7 is gewijd aan de voorstellen van de Monitoring Commissie inzake de verhoudingen tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, gevolgd door de conclusie ten aanzien van de vraagstelling in de slotparagraaf. Voor een beter begrip van de problematiek zal in de volgende paragraaf echter eerst worden ingegaan op enkele opvallende, en relatief nieuwe, vormen van aandeelhoudersactivisme.

2 Het 'nieuwe' aandeelhoudersactivisme

Door de opkomst van hedge funds, de beschikbaarheid van enorme hoeveelheden kapitaal, en de afgenomen transactiekosten wordt economisch belang steeds vaker op grote schaal losgekoppeld van stemrecht. Dit kan door aandelen te lenen, waarbij alleen het stemrecht overgaat, of door het economisch belang te neutraliseren middels een termijntransactie (Hu en Black, 2007). Door economisch belang en stemrecht los te koppelen ontstaan 'hidden ownership' en 'empty voting'.

Van hidden ownership is sprake als een investeerder een groter economisch belang heeft dan uit zijn formele stemrecht blijkt. Dit kan bijvoorbeeld door een 'equity swap' aan te gaan, die op verzoek direct weer kan worden opgezegd. De aandelen, inclusief

het stemrecht, komen daardoor weer terug bij de oorspronkelijke investeerder. Omdat het formele stemrecht bepalend is in de Wet Melding Zeggenschap hoeft geen melding te worden gedaan zolang de equity swap niet is opgezegd en de desbetreffende aandelen nog in handen van de tegenpartij zijn. De investeerder zal die equity swap pas opzeggen als hij de aandelen nodig heeft, bijvoorbeeld als gestemd moet worden over een belangrijk onderwerp, zoals een overname. Een strategie die vooral bij vijandige overnames, of juist het blokkeren daarvan, effectief kan zijn. Een investeerder kan zo immers ongemerkt een positie opbouwen, zonder een 'control-premie' te betalen voor de desbetreffende aandelen, en zonder zijn strategie bloot te geven. Voor de desbetreffende onderneming kan dit resulteren in onverwachte ingrijpende koerswijzigingen en zelfs discontinuïteit.¹ Bij empty voting heeft een investeerder wel stemrecht, maar geen, of zelfs een tegengesteld, economisch belang. Dit speelde bij de overname van King Pharmaceuticals door Mylan Laboratories eind 2004. De bestuurders van Mylan hadden goedkeuring van de aandeelhouders nodig voor die overname. Zij werden hierin gesteund door Perry Corp, een hedge fund met een aanzienlijk belang in King, dat hiertoe een belang van 9,9 procent in Mylan had opgebouwd. Perry had direct weer afstand gedaan van dat belang via een termijntransactie en behield zo het volle stemrecht, terwijl het economisch belang in Mylan nihil was. Daardoor had Perry er alleen nog belang bij dat Mylan een zo hoog mogelijke prijs betaalde voor King. Perry was immers ingedekt tegen een koersdaling van Mylan, en profiteerde direct van een hogere prijs voor het belang in King.

Naast hidden ownership en empty voting is er sprake van informatieasymmetrie tussen aandeelhouders. Grote investeerders en activistische beleggers hebben immers direct toegang tot het bestuur van een onderneming, terwijl kleinere, en particuliere, beleggers dat niet hebben. In zo'n gesprek zal de belegger zijn verwachtingen ten aanzien van het beleid kunnen uitspreken. Ook kan het gedrag van activistische beleggers, bedoeld of onbedoeld, leiden tot sterke koersreacties. Zoals in het geval van de open brief van TCI aan ABN Amro. De 'gewone' aandeelhouder is in deze situaties vrijwel altijd volgend, en de activistische aandeelhouder leidend.

De in deze paragraaf beschreven nieuwe vormen van aandeelhoudersactivisme worden gekenmerkt door een scherpe strijd om de toekomst van de onderneming, waarbij gebruik wordt gemaakt van innovatieve en complexe instrumenten, en de confrontatie niet wordt geschuwd. Steeds vaker eindigt zo'n confron-

tatie in een beroep op het enquêterecht bij de Ondernemingskamer.

3 Het enquêterecht

Een beroep op het enquêterecht kan worden gedaan als er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid bij de vennootschap te twijfelen. Hoewel primair gericht op de gedragingen en besluiten van het bestuur en de raad van commissarissen kan ook het beleid van de algemene vergadering of een ander orgaan worden onderzocht. Het recht om een enquête te vragen komt naast de aandeelhouders toe aan in de statuten aangewezen personen, vakorganisaties en de procureur-generaal. De Ondernemingskamer kan op verzoek een enquête bevelen en bij spoed een onmiddellijke voorziening treffen. Bij de toetsing van het beleid hanteert de Ondernemingskamer de 'elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap'. Schending van deze beginselen resulteert in wanbeleid, mits de beleidsfout voldoende ernstig is. Het wanbeleid hoeft echter niet structureel te zijn. De elementaire beginselen omvatten onder meer (Mouthaan 2000):

- het beginsel van fair play;
- de plicht de juiste procedures te volgen bij het nemen van beslissingen;
- het afleggen van verantwoording;
- het verbod naar willekeur te handelen;
- het verbod van rechts- en machtsmisbruik;
- het motiveringsgebod;
- de plicht te handelen binnen de doeleinden van de vennootschap;
- de plicht informatie te verwerken en te verstrekken;
- het beginsel dat opgewekte verwachtingen moeten worden gehonoreerd;
- het verbod bewust in strijd met de wet te handelen, bijvoorbeeld het bewust versluieren van de resultaten in de jaarrekening en emissieprospectus; en
- de verplichting tot overleg met de vakbonden en ondernemingsraad.

Medio 2001 voegde de Ondernemingskamer hier in de procedure tegen HBG een consultatieplicht aan toe. Een onderneming zou op grond hiervan verplicht zijn om aandeelhouders te consulteren voorafgaand aan belangrijke strategische ondernemingsbeslissingen. Begin 2003 vernietigde de Hoge Raad deze uitspraak van de Ondernemingskamer omdat regelgeving, literatuur en de heersende opvattingen onvoldoende basis zouden vormen voor zo'n consultatieplicht.² Op dat moment lag er echter al een wetsvoorstel bij de Tweede Kamer dat aandeelhouders een nog veel verstrekkender bevoegdheid toe-

kende, namelijk een goedkeuringsrecht ten aanzien van alle ondernemingsbesluiten die de identiteit of het karakter van de vennootschap raken, inmiddels opgenomen in artikel 2:107a BW.

De elementaire beginselen zijn met name gericht op de interactie tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders, en op de afweging van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden onderneming en de stakeholders, waaronder aandeelhouders, werknemers, leveranciers en afnemers. Ze komen vooral voort uit de eigen rechtspraak van de Ondernemingskamer en zijn te zien als een uitwerking van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW.

4 Centaurus c.s. vs Stork³

Activistische aandeelhouders, onder leiding van Centaurus en Paulson, eisten dat Stork zich zou opsplitsen om de aandeelhouderswaarde te vergroten. De bestuurders van Stork waren er echter van overtuigd dat de gevoerde strategie beter was voor de onderneming en haar stakeholders. De strijd die hier op volgde werd steeds heviger en culmineerde in een voorstel van de activistische aandeelhouders om de commissarissen af te zetten. Stork dreigde vervolgens beschermingsprefs in te zetten om dit voorstel weg te stemmen. De activistische aandeelhouders vroegen daarop de Ondernemingskamer een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken bij Stork, en de uitgifte van de preferente aandelen te verbieden.

De eerste vraag in het geding betrof het strategisch beleid van Stork. Nu is objectieve toetsing van een strategie in het algemeen zeer lastig, tenzij de strategie evident fout is en de continuïteit van de onderneming in gevaar komt. Elke strategie kent immers risico's en voor elke strategie is een alternatief denkbaar. De rechter zal daarom niet veel verder kunnen gaan dan een marginale toetsing. In de procedure tegen Stork concludeerde de Ondernemingskamer dat de gevolgde strategie vruchten had afgeworpen. Deze conclusie was met name gebaseerd op de gepubliceerde resultaten en het verloop van de koers van de aandelen. Bovendien stelde de Ondernemingskamer vast dat het bestuur van Stork brede steun had voor het gevoerde beleid. Niet alleen van de raad van commissarissen, maar ook van de ondernemingsraad, de werknemers, de werknemersorganisaties, zakelijke relaties, en gerespecteerde institutionele beleggers. De Ondernemingskamer oordeelde daarom dat het beleid als deugdelijk en op goede argumenten gebaseerd moet worden beschouwd. Dat laatste kon niet

worden gezegd van de strategie die Centaurus c.s. voorstonden. Tegenover de gemotiveerde uiteenzetting van Stork, hadden Centaurus c.s. in het geding onvoldoende toetsbare argumenten aangevoerd, aldus de Ondernemingskamer, daarmee verwijzend naar het motiveringsgebod uit de elementaire beginselen. Wat betreft de onderlinge verhoudingen stelde de Ondernemingskamer vast dat tussen het bestuur en de raad van commissarissen van Stork enerzijds, en een belangrijk deel van haar aandeelhouders anderzijds, niet langer sprake was van gezonde verhoudingen. Dit leverde naar het oordeel van de Ondernemingskamer reeds voldoende grond op om te twijfelen aan een juist beleid van Stork. De Ondernemingskamer benoemde daarom een drietal 'supercommissarissen' met als opdracht de verhoudingen bij Stork te 'saneren'.

Ten aanzien van het in stelling brengen van de beschermingsprefs was sprake van rechtsmisbruik. De Ondernemingskamer oordeelde dat dit voorstellen van Stork op gespannen voet stond met het in de wet vastgelegde recht van de aandeelhouders om het vertrouwen in de commissarissen op te zeggen. Dit recht dreigt door de beschermingsprefs te worden geblokkeerd. Bovendien was geen sprake van een vijandige overname, waarvoor de beschermingsprefs oorspronkelijk waren bedoeld. De Ondernemingskamer oordeelde dat Stork daarmee in strijd met de maatstaven van redelijkheid en billijkheid handelde en de beschermingsprefs niet in stelling mocht brengen.

5 VEB vs ABN Amro⁴

Ook ABN Amro werd door activistische aandeelhouders, in het bijzonder het hedge fund TCI, onder druk gezet om zich op te splitsen, en zo de waarde voor de aandeelhouders te optimaliseren. Het bestuur en de commissarissen van ABN Amro waren echter voorstander van een 'vriendelijke' overname door Barclays, en verkochten daarop vooruitlopend de Amerikaanse activiteiten ('LaSalle') aan Bank of America. Die verkoop zou in strijd zijn met het fair play-beginsel, omdat dit een concurrerend bod door een consortium onder aanvoering van Royal Bank of Scotland zou frustreren. Omdat geen toestemming is gevraagd aan de aandeelhouders, zou voor de verkoop van LaSalle bovendien niet de juiste procedure gevolgd zijn.

De Ondernemingskamer oordeelde dat niet is komen vaststaan dat met betrekking tot de verkoop van LaSalle sprake was van een gecoördineerde manoeuvre gericht op het frustreren van de overname-intenties

van het consortium. Eerder was aannemelijk dat er sprake was van een buitenkans, die vervolgens in een rechtstreeks verband is gebracht met het overnamebod van Barclays. Er was daarom ook geen sprake van strijd met het fair play-beginsel.

Wat betreft het verschil van inzicht over de te voeren strategie overwoog de Ondernemingskamer dat discussies daaromtrent moeten worden gevoerd in het kader van het Nederlandse vennootschapsrecht en heersende opvattingen omtrent corporate governance. Het bepalen van de strategie is daarin een aangelegenheid van het bestuur en de raad van commissarissen houdt daarop toezicht. De besluitvorming over de eigendom van de aandelen en de daaraan verbonden rechten, daarentegen, is exclusief voorbehouden aan de aandeelhouders. Al moeten zij daarbij, onder omstandigheden, wel bepaalde andere belangen in aanmerking nemen. Bovendien geeft artikel 2:107a BW de aandeelhouders een goedkeuringsrecht ten aanzien van alle ondernemingsbesluiten die de identiteit of het karakter van de vennootschap raken. Hiervan was, gelet op de relatief beperkte omvang van LaSalle, echter geen sprake.

Wel was er, naar het oordeel van de Ondernemingskamer, sprake van samenloop met een tot de bevoegdheid van aandeelhouders behorend besluit, namelijk dat tot verkoop van ABN Amro als geheel. De verkoop van LaSalle was daarmee immers rechtstreeks in verband te brengen. Met het strategische besluit van ABN Amro om het 'stand alone'-scenario te verlaten en een fusie aan te gaan met een derde partij, was het domein van de aangelegenheden die aan bestuur en raad van commissarissen zijn voorbehouden verlaten, aldus de Ondernemingskamer. De besluitvorming omtrent een dergelijk openbaar bod komt toe aan de aandeelhouders. Door de verkoop van LaSalle heeft ABN Amro haar aandeelhouders voor een fait accompli geplaatst. Ook al zagen het bestuur en de raad van commissarissen van ABN Amro de verkoop van LaSalle als een buitenkans, de aandeelhouders zouden zich moeten kunnen uitspreken vóór die verkoop. ABN Amro handelde daardoor in strijd met de maatstaven van redelijkheid en billijkheid. De Ondernemingskamer heeft de verkoop van LaSalle daarom opgeschort tot de aandeelhouders zich hierover zouden kunnen uitspreken.

Het bestuur van ABN Amro kon zich niet vinden in de uitspraak van de Ondernemingskamer en heeft daartegen cassatie aangetekend. In cassatie was de Hoge Raad het met de Ondernemingskamer eens dat de verkoop van LaSalle niet kan worden beschouwd als een ongeoorloofde beschermingsmaatregel, dat het bestuur van ABN Amro in beginsel tot deze

verkoop bevoegd was, en dat artikel 2:107a lid 1 BW, gelet op de relatief beperkte omvang van de activiteiten, aan de aandeelhouders geen goedkeuringsrecht toekent met betrekking tot de verkoop van LaSalle.⁵

Anders dan de ondernemingskamer oordeelde de Hoge Raad echter dat zo'n goedkeuringsrecht niet kan worden aangenomen op grond van bijzondere omstandigheden of de eisen van behoorlijk ondernemingsbestuur. De wettelijke bepaling van artikel 2:107a BW mag niet ruim worden uitgelegd of toegepast op andere gevallen dan daarin strikt zijn bedoeld. De omstandigheid dat aandeelhouders hun aandelen voor een zo hoog mogelijke prijs willen verkopen brengt niet mee dat het bestuur van ABN Amro goedkeuring moet vragen voor de verkoop van LaSalle, en dit vloeit ook niet voort uit de hierover in Nederland levende rechtsovertuiging, aldus de Hoge Raad.

6 Franklin c.s. vs DSM⁶

De procedure tegen DSM ging om de voorgenomen introductie van een 'loyaliteitsdividend'. DSM was van plan om geregistreerde aandeelhouders na ruim drie jaar een extra dividend toe te kennen van 30 procent over het gemiddelde dividend van de voorbije drie jaren. Met dit loyaliteitsdividend beoogde DSM een meer langdurige betrokkenheid van aandeelhouders bij de onderneming. Registratie van de aandeelhouders zou bovendien een betere communicatie met hen mogelijk moeten maken. Franklin c.s. vroegen de Ondernemingskamer de introductie van het loyaliteitsplan op te schorten en een onderzoek te bevelen naar het beleid van DSM.

DSM heeft in de procedure aangevoerd dat Franklin c.s. op grond van artikel 2:349 lid 1 BW niet ontvankelijk waren nu geen redelijke termijn zou zijn gegeven om de bezwaren te onderzoeken. De Ondernemingskamer heeft dit verweer verworpen, omdat de bezwaren al eerder telefonisch aan DSM kenbaar waren gemaakt, waarbij direct door Franklin c.s. een beroep werd gedaan het beginsel 'one share, one vote, one dividend'. Bovendien waren de bezwaren van Franklin c.s. van zodanige aard dat de Ondernemingskamer geen tijdrovend onderzoek nodig achtte. Het bestuur, de raad van commissarissen en haar juridische, financiële en administratieve adviseurs hadden deze bezwaren immers al bij de voorbereiding van het plan kunnen en moeten voorzien.

Franklin c.s. hebben in de procedure een aantal bezwaren aangevoerd tegen het loyaliteitsdividend. Het belangrijkste bezwaar betrof de door hen gestelde ongelijke behandeling van aandeelhouders, op basis

van het beginsel 'one share, one vote, one dividend'. Op grond van artikel 2:92 lid 1 BW hebben immers alle aandeelhouders van een zelfde klasse aandelen ook recht op een zelfde dividend per aandeel. Het is weliswaar mogelijk om hier in de statuten van af te wijken, door de introductie van verschillende soorten aandelen met ieder een afwijkend dividendregime, maar dat werd niet door DSM beoogd. Daarnaast is de vennootschap op grond van artikel 2:92 lid 2 BW gehouden al haar aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden ook op dezelfde wijze te behandelen. Hiervan kan alleen op redelijke en objectieve gronden worden afgeweken.⁷

De Ondernemingskamer heeft de argumenten van Franklin c.s. overgenomen en oordeelde dat, binnen dezelfde soort, aan elk aandeel van die soort gelijke rechten zijn verbonden, ongeacht in wiens handen dat aandeel zich bevindt. Het gaat hier om een fundamentele en dwingende regel van het Nederlandse vennootschapsrecht, aldus de Ondernemingskamer. De rechter verbiedt DSM dan ook het voorstel in de algemene vergadering ter stemming voor te leggen aan de aandeelhouders.

Opvallend is dat de Ondernemingskamer met deze uitspraak de aandeelhouders van DSM de mogelijkheid ontnemt om zich uit te spreken over het dividendbeleid van de onderneming. Een strikte uitleg van de betreffende wettelijke regeling derhalve, waar in de procedure tegen ABN Amro door de Ondernemingskamer juist werd gekozen voor een ruime uitleg daarvan, op grond van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid. Dit terwijl het voorgestelde loyaliteitsdividend, geheel in lijn met de heersende opvattingen over corporate governance, toch vooral was gericht op het versterken van de relatie met de aandeelhouders en het tot stand brengen van een constructieve dialoog (Monitoring Commissie, 2007).

7 De aanbevelingen van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code

In de procedures tegen Stork, ABN Amro en DSM ging het vooral om botsende belangen van de onderneming en een bepaalde groep aandeelhouders. Daarbij werd het bestuur van de onderneming verweten onvoldoende oog te hebben voor die specifieke belangen. Dit staat op gespannen voet met het 'stakeholdersmodel'. In dit model heeft het bestuur een centrale positie: het bepaalt de strategie en is daarbij gebonden aan het belang en de continuïteit van de vennootschap, en het afwegen van de belangen van alle bij de vennootschap betrokkenen. Dus niet primair de belangen van de aandeelhouders. De raad

van commissarissen houdt toezicht op het beleid van het bestuur en staat het bestuur met raad terzijde. Het is de taak van het bestuur en de raad van commissarissen om tot een belangenafweging te komen met betrekking tot de strategie. Beide organen leggen over deze belangenafweging verantwoording af aan de algemene vergadering van aandeelhouders.

Dat bestuurders, commissarissen en aandeelhouders nog moeite hebben met de nieuwe spelregels is de Monitoring Commissie niet ontgaan. De daaruit voortvloeiende conflicten waren de directe aanleiding voor een brede consultatieronde en het daaropvolgende advies dat de Monitoring Commissie in mei 2007 heeft uitgebracht. Dit advies bespreekt nadere spelregels voor de verhouding tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, in de vorm van nadere uitwerkingen van de Code Tabaksblat en in de vorm van aanbevelingen aan de wetgever (Monitoring Commissie, 2007).

De nadere uitwerkingen van de Code Tabaksblat zijn vooral gericht op de 'omgangsnormen' tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders. Zo is de Commissie van mening dat gesprekken met aandeelhouders in beginsel zijn voorbehouden aan het bestuur. Slechts bij uitzondering, bijvoorbeeld bij een conflict met een aandeelhouder, zal de voorzitter van de raad van commissarissen gesprekken voeren met aandeelhouders om kennis te nemen van hun standpunten. De Commissie acht het verder 'good practice' dat een aandeelhouder het agenderingsrecht slechts uitoefent nadat hij daarover in dialoog is getreden met het bestuur. Als agendering kan leiden tot wijziging van de strategie van de onderneming, waaronder het ontslag van zittende bestuurders en/of commissarissen, dan zou bovendien een 'responstijd' van 180 dagen moeten gelden. In die periode kan het bestuur een standpunt innemen en eventuele alternatieven in kaart brengen. Het bestuur moet de responstijd daadwerkelijk benutten voor beraad en constructief overleg, in de eerste plaats (maar niet uitsluitend) met de desbetreffende aandeelhouder. Een zelfde responstijd zou moeten gelden voor een verzoek tot het bijeenroepen van een algemene vergadering.

De aanbevelingen aan de wetgever zijn vooral gericht op het vergroten van de transparantie en het kenbaar maken van de belangen van betrokkenen. Om hidden ownership te ontmoedigen beveelt de Commissie aan om de drempel voor het melden van zeggenschap te verlagen van 5 procent naar 3 procent, met een meldingsplicht bij elke wijziging van 1 procent. Een aandeelhouder met een belang van een bepaalde omvang, de Commissie denkt daarbij aan 5 procent, zou bovendien verplicht moeten worden zijn inten-

ties openbaar te maken. Dit is met name relevant in situaties waar de belangen van de vennootschap en de aandeelhouder niet parallel lopen, zoals bij de in paragraaf 2 besproken overname van King door Mylan, en de rol van Perry daarbij. De Commissie is van mening dat zeggenschap zoveel mogelijk moet sporen met het economisch belang, en acht 'empty voting' daarom ongewenst. Toch erkent de Monitoring Commissie dat de mogelijkheden om 'empty voting' tegen te gaan beperkt zijn, en dat er bovendien nog onvoldoende inzicht is in de problematiek. De Commissie beveelt daarom aan de mogelijkheden voor ontmoediging van securities lending met het (uitsluitend) oogmerk stemrechten te verkrijgen nader te onderzoeken. De Commissie beveelt bovendien aan wetgeving te ontwikkelen die de vennootschap in staat stelt de identiteit van de aandeelhouder te achterhalen, zoals beoogd door DSM, en geeft in overweging om de drempel voor het agenderingsrecht, nu 1 procent, aan te laten sluiten op de voorgestelde drempel voor het melden van de zeggenschap van 3 procent. Wat betreft de statutaire vrijheid van vennootschappen om nadere eisen te stellen aan de besluitvorming bij het ontslag van bestuurders en/of commissarissen, zoals bij Stork, beveelt de Commissie tenslotte nog aan deze statutaire vrijheid ook voor structuurvennootschappen in te voeren.

8 Conclusies

De strijd om de toekomst van de onderneming wordt sinds de brede acceptatie van de Code Tabaksblat, en het verdwijnen van beschermingsconstructies als gevolg daarvan, steeds scherper gestreden. In confrontaties worden de grenzen van het toelaatbare opgezocht. Bepalend voor die grenzen is het totale toetsingskader van wetgeving, jurisprudentie en de heersende opvattingen omtrent corporate governance. Het sterkst zijn de regels van dwingend en fundamenteel recht, vastgelegd in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (vennootschapsrechtelijke bepalingen en jaarrekeningrecht), onderdelen van de nieuwe Wet op het financieel toezicht (marktmisbruik, melding zeggenschap en prospectusregels) en de nieuwe Wet toezicht financiële verslaggeving. Uit de besproken jurisprudentie volgt dat deze dwingende bepalingen niet ruim mogen worden uitgelegd, of toegepast op andere situaties dan waarvoor ze bedoeld zijn. Zo hebben aandeelhouders op grond van artikel 2:107a BW een goedkeuringsrecht ten aanzien van besluiten die de identiteit en het karakter van de vennootschap raken. In situaties die strikt genomen buiten de werking van 2:107a vallen, mag zo'n goedkeuringsrecht echter niet

op grond van bijzondere omstandigheden of de maatstaven van redelijkheid en billijkheid worden aangenomen, aldus de Hoge Raad in de procedure tegen ABN Amro.

Naast de regels van dwingend en fundamenteel recht hebben de uitspraken van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad grote betekenis voor de ontwikkeling van het ondernemingsrecht. De Ondernemingskamer beoordeelt in een enquêteprocedure of het beleid van een vennootschap de toets der kritiek kan doorstaan en heeft de bevoegdheid voorzieningen te treffen. In een enquêteprocedure kan het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen worden gewogen evenals dat van (de algemene vergadering van) aandeelhouders. Deze bij de vennootschap betrokkenen dienen, op grond van artikel 2:8 BW, ten opzichte van elkaar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid in acht te nemen. De in paragraaf 3 besproken elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap zijn te beschouwen als een uitwerking van die maatstaven van redelijkheid en billijkheid. De uitspraken van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad in de procedures tegen Stork, ABN Amro en DSM voegen daar het volgende aan toe:

- het stakeholdersmodel is leidend voor de strategische
- besluitvorming door het bestuur, en het toezicht daarop door de raad van commissarissen (ABN Amro);
- het strategisch beleid van de vennootschap wordt marginaal getoetst (Stork);
- het motiveringsgebod geldt ook voor (activistische) aandeelhouders (Stork);
- ernstig verstoorde verhoudingen met een groep aandeelhouders zijn op zichzelf genomen reeds voldoende grond om te twifelen aan een juist beleid bij de vennootschap (Stork);
- het feitelijk blokkeren van een wettelijk recht van de aandeelhouders is in strijd met de maatstaven van redelijkheid en billijkheid (Stork, DSM);
- de regels van dwingend en fundamenteel recht hebben voorrang boven de maatstaven van redelijkheid en billijkheid (ABN Amro, DSM).

De laatste component van het totale toetsingskader wordt gevormd door de heersende opvattingen omtrent corporate governance, en dan in het bijzonder de Code Tabaksblat. In mei 2007 heeft de Monitoring Commissie een advies uitgebracht met nadere spelregels voor de verhouding tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, in de vorm van uitwerkingen van de Code Tabaksblat en aanbevelingen aan de wetgever. De nadere uitwerkingen van de Code Tabaksblat zijn vooral gericht op de 'omgangsnormen'

tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders. Deze omgangsnormen moeten escalaties als bij Stork, DSM en ABN Amro tegengaan. Met name de verplichte responstijd, een soort afkoelingsperiode, lijkt in dit kader een effectieve aanbeveling. De keerzijde daarvan is echter dat deze afkoelingsperiode snel ingrijpen kan frustreren, ook als dat noodzakelijk is. De aandeelhouders zijn in dat geval nog altijd aangewezen op ingrijpen door de raad van commissarissen. De aanbevelingen aan de wetgever zijn vooral gericht op het vergroten van de transparantie en het zichtbaar maken van de belangen van betrokkenen.

Met de recente jurisprudentie en het advies van de Monitoring Commissie is er meer duidelijkheid over de rollen en verantwoordelijkheden van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders, en de door hen in aanmerking te nemen omgangsnormen. Al moeten de aanbevelingen aan de wetgever natuurlijk wel eerst worden overgenomen. Een echt antwoord op de in paragraaf 2 besproken nieuwe vormen van aandeelhoudersactivisme is echter nog niet gevonden. Vooralsnog is het loskoppelen van stemrecht en economisch belang niet verboden, evenals de daarbij behorende equity swaps en termijntransacties. Ook is een open brief als die van TCI niet aan te merken als koersmanipulatie, zolang maar duidelijk is welk belang de schrijver heeft, en welke bedoelingen. Toch begeven deze vormen van aandeelhoudersactivisme zich op het randje van wat maatschappelijk aanvaardbaar wordt gevonden, getuige de aandacht die het onderwerp vrijwel dagelijks krijgt in de media en de plaats op de politieke agenda. Begrijpelijk is het advies om een beslissing over eventuele regulering afhankelijk te laten zijn van nader onderzoek naar de omvang en economische impact van de problematiek (Monitoring Commissie, 2007; McCahery en Vermeulen, 2007). Gevolg daarvan is wel dat de rechter in voorkomende gevallen vooralsnog als scheidsrechter zal moeten optreden. De maatstaven van redelijkheid en billijkheid bieden daarbij weliswaar de nodige flexibiliteit, maar gaan ten koste van de rechtszekerheid. Heldere grenzen, al dan niet wettelijk verankerd, blijven dan ook van groot belang. ■

Literatuur

- Boot, A.W.A. (2007a), Er is geen reddende engel meer, *NRC*, 4 mei 2007.
- Boot, A.W.A. (2007b), Naar een beter begrip van private equity, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 81, no. 7/8 (juli/augustus), pp. 298-302.
- Commissie Corporate Governance (2003), *De Nederlandse Corporate Governance Code*, december.
- Eumedion (2007), *Corporate governance practices of institutional investors: Substance or symbolism?*, onderzoek uitgevoerd door de Erasmus Universiteit Rotterdam in opdracht van Eumedion en de Nederlandse Corporate Governance Stichting; zie: www.rsm.nl/portal/page/portal/RSM2/.
- Hu, H.T.C., en B. Black (2007), Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership, *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, no. 2/3, pp. 343-367.
- McCahery, J.A., en E.P.M. Vermeulen (2007), How should we regulate private equity and hedge funds?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 81, no. 7/8 (juli/augustus), pp. 344-350.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2007), *Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code*, mei.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2006), *Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code*, december.
- Mouthaan, E.H.J. (2000), *Corporate Governance: de verantwoordelijkheid voor het internal control system en het rapporteren terzake*, proefschrift Universiteit Leiden.

Noten

- 1 Hu en Black (2007) beschrijven deze praktijken aan de hand van de case Perry vs Rubicon.
- 2 LJN: AF1486, Hoge Raad, OK 101.
- 3 LJN: AZ6440, Ondernemingskamer Gerechtshof Amsterdam, 15/2007.
- 4 LJN: BA4395, Ondernemingskamer Gerechtshof Amsterdam, 451/2007.
- 5 R07/102HR (LJN BA7970/7971/7972).
- 6 LJN: BA1717, Ondernemingskamer Gerechtshof Amsterdam, 291/2007.
- 7 HR 31 december 1993, NJ 1994, 436 (Verenigde Bootlieden B.V.).