

Aandeelhouders moeten bestuur benoemen

Het Financieele Dagblad , Vrijdag 22 Augustus 2003

Aandeelhouders moeten het recht krijgen op elektronisch stemmen en de bevoegdheid om ook bij beursfondsen de bestuurders te benoemen. Dat vereist onvermijdelijk extra wetgeving, meent Hugo Oppelaar. De algemene vergadering van aandeelhouders (ava) functioneert bij de meeste beursfondsen slecht. De opkomst is vaak bedroevend laag, wat ten koste gaat van de representativiteit en de deskundigheid.

Minister Zalm van Financiën probeert al sinds het midden van de jaren negentig pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsfondsen en andere institutionele beleggers te bewegen zich actiever op te stellen. Dat heeft, uitzonderingen daargelaten, weinig effect gehad. Het valt niet te verwachten dat de voorstellen van de commissie-Tabaksblat deze impasse zullen doorbreken.

In de taakopdracht van de commissie-Tabaksblat was uitdrukkelijk opgenomen dat zij met aanbevelingen diende te komen om 'de daadwerkelijke uitoefening van rechten van aandeelhouders en het functioneren van de ava' te verbeteren.

Tegelijkertijd diende de commissie zich te beperken tot zelfregulering en dus binnen het bestaande wettelijke kader te blijven.

Dit was een onmogelijke taakopdracht. Het functioneren van de ava zal namelijk alleen daadwerkelijk verbeteren als (i) aandeelhouders wereldwijd kunnen participeren in de ava en hun stemrecht uitbrengen tegen zo laag mogelijke kosten, (ii) de kans dat aandeelhoudersactivisme iets oplevert substantieel toeneemt, en (iii) institutionele beleggers vervolgens worden gedwongen tot gebruikmaking van hun stemrecht.

Al deze maatregelen vergen wetgeving. In dit verband deel ik de recente kritiek van ondernemerszijde dat Nederland ook na implementatie van de voorstellen van de commissie-Tabaksblat internationaal een buitenbeentje zal blijven.

De commissie-Tabaksblat wijst terecht op het belang om de obstakels voor grensoverschrijdend stemmen zo snel mogelijk uit de weg te ruimen. De Europese Commissie bereidt hiertoe een richtlijn voor. Ook sluit de commissie-Tabaksblat zich aan bij de voornemens van minister Donner van Justitie om op vrijwillige basis toe te staan dat aandeelhouders participeren in de ava door middel van videoconferenties of webcasts en dat zij hun stem uitbrengen via internet (e-voting).

Deze initiatieven vallen toe te juichen. Wel teken ik aan dat het recht van aandeelhouders om op afstand te kunnen participeren in de ava en te kunnen stemmen via het internet eigenlijk wezenlijke rechten van aandeelhouders van beursfondsen moeten zijn. Daarom ligt handhaving op basis van 'comply or explain' minder voor de hand. Welke reden zou een beursvennootschap kunnen hebben om deze faciliteiten niet te bieden (anders dan kostenbesparing)?

Beursvennootschappen zouden, zodra de juridische knelpunten zijn opgelost, wettelijk moeten worden verplicht deze faciliteiten open te stellen.

Het gaat dan niet aan om bij voorbaat een virtuele ava uit te sluiten, zoals minister Donner tot nu toe heeft gedaan. Bij een virtuele ava vindt in het geheel geen fysieke vergadering meer plaats. Het bestuur en de aandeelhouders kunnen vergaderstukken en reacties plaatsen op de website van de vennootschap. Vervolgens kan er worden gestemd via internet.

Het mogelijk maken van aandeelhoudersparticipatie is belangrijk, maar nog belangrijker is het dat aandeelhoudersactivisme echt iets oplevert. Er zijn in Nederland nauwelijks mogelijkheden om bij onderpresterende beursfondsen een 'turnaround' af te dwingen. De meeste ondernemingen hebben zich verschanst achter beschermingswallen, zodat van de overnamemarkt niet of nauwelijks een afschrikwekkende werking uitgaat. Bovendien is de ava haar kernbevoegdheden kwijtgeraakt.

Bij vrijwel alle Nederlandse beursfondsen ligt in feite de hoogste macht in de vennootschap bij de raad van commissarissen. De raad dient belangrijke besluiten van de vennootschap vooraf goed te keuren. Bij structuurvennootschappen is wettelijk vastgelegd dat de raad bevoegd is de leden van het bestuur te benoemen en te ontslaan. Dit zal door het huidige wetsvoorstel over het structuurregime niet anders worden. Alleen voor sommige vennootschappen (bijvoorbeeld dochters van internationale holdings) is en blijft het toegestaan het zogeheten verzwakte regime toe te passen. In het verzwakte regime is de ava bevoegd de bestuurders te benoemen en te ontslaan. Bij de meeste niet-structuurvennootschappen bepalen de statuten dat de raad van commissarissen doorslaggevende zeggenschap heeft bij de samenstelling van het bestuur.

Zolang de ava niet uiteindelijk bepaalt wie de bestuurders zijn, zullen de meeste (buitenlandse) institutionele beleggers weinig heil zien in aandeelhoudersactivisme. Men moet kosten maken, terwijl de kans klein is dat een actieve opstelling iets oplevert. Dat kan alleen veranderen als de wet op dit punt wordt aangepast. In mijn optiek zouden bestuurders van beursfondsen op (niet-bindende) voordracht van de raad van commissarissen of opponerende aandeelhouders door de ava moeten worden (her)benoemd voor een termijn van maximaal vier jaar. Deze termijn stemt overeen met de aanbevelingen van de commissie-Tabaksblat. Nederland zal hierdoor ook meer in de pas gaan lopen met het buitenland. In alle financiële centra (behalve Nederland en Duitsland) kiezen aandeelhouders periodiek hun bestuurders.

Dit betekent dat beursgenoteerde vennootschappen die op dit moment verplicht zijn het volledige structuurregime toe te passen in het vervolg het verzwakte regime moeten toepassen. Beursgenoteerde ondernemingen zouden ook niet langer het volledige regime vrijwillig moeten kunnen toepassen of door middel van statutaire regelingen op andere wijze de benoemingsbevoegdheid van de ava beperken.

Wat betreft de besluitvorming in de ava, kan aansluiting worden gezocht bij de procedure die de commissie-Tabaksblat voorstelt ten aanzien van niet-

structuurvennootschappen. In de statuten van de vennootschap kan worden bepaald dat de geldigheid van een benoemingsbesluit afhankelijk is van het ter vergadering vertegenwoordigde kapitaal. Indien dit gedeelte ter vergadering niet is vertegenwoordigd, maar een gewone meerderheid van stemmen is uitgebracht voor het benoemingsbesluit, moet een nieuwe vergadering worden bijeengeroepen waarin het besluit kan worden genomen, onafhankelijk van het op deze vergadering vertegenwoordigde gedeelte van het kapitaal. Dit systeem zou het zittende bestuur en de opposerende aandeelhouders in de periode tussen beide vergaderingen de gelegenheid geven om een 'verkiezingscampagne' te voeren. Een periodieke rechtstreekse verkiezing van bestuurders geeft bestuurders een mandaat om een bepaald beleid te voeren. Dit mandaat dient niet te worden ondergraven door het bestuur te verplichten om belangrijke besluiten, voorzover die de aard van de vennootschap niet veranderen, vooraf ter goedkeuring aan aandeelhouders voor te leggen (geen 'verplichte referenda'). Evenmin dient de ava de bevoegdheid te hebben om het bestuur tussentijds naar huis te sturen, behoudens zeer uitzonderlijke gevallen ('impeachment'). Het bestuur bestuurt en dient met het oog op de langere termijn risico's te kunnen nemen, ook als deze bij aandeelhouders minder populair zijn.

Aandeelhouders moeten voorafgaand aan de ava wel onderwerpen op de agenda kunnen plaatsen en hierover in de ava kunnen stemmen. De niet-bindende uitspraken van de ava ('moties') zullen in de praktijk grote invloed kunnen hebben. Bestuurders zullen immers na afloop van hun zittingstermijn afhankelijk zijn van de stem van de aandeelhouders voor een herverkiezing.

Het terugbrengen van de kosten en het verhogen van de potentiële opbrengsten van aandeelhoudersactivisme alleen zal waarschijnlijk onvoldoende zijn om alle institutionele beleggers te bewegen tot een meer actieve opstelling. Sommigen zullen gratis willen meeliften met de aandeelhouders die wel actief zijn of zich verschuilen achter conflicterende belangen. Maar institutionele beleggers zijn beheerders van het vermogen van achterliggende partijen (pensioengerechtigden, verzekerden of beleggers) en moeten zich daarom maximaal inspannen om het belang van die achterliggende partijen te behartigen. In het Verenigd Koninkrijk heeft de regering Blair met het oog hierop aangekondigd dat institutionele beleggers, indien zij zich niet vrijwillig actiever opstellen, een stemplicht krijgen opgelegd. Dit in navolging van de Verenigde Staten, waar een dergelijke verplichting nu al voor pensioenfondsen in de publieke sector bestaat. Ook in Nederland zou een stok achter de deur geen kwaad kunnen.

Wanneer de ava als een effectief correctiemechanisme gaat functioneren, kan dit een belangrijke bijdrage leveren aan het effectieve functioneren van de kapitaalmarkt. Een lager risico voor kapitaalverschaffers zal kunnen leiden tot lagere kapitaalkosten voor beursfondsen. Een hogere opkomst op de ava betekent ook dat de continuïteit van de besluitvorming in de ava kan worden gewaarborgd zonder dat hiervoor juridische constructies, zoals certificering, nodig zijn. Al met

al zou de wetgever er goed aan doen het functioneren van de avo op de agenda te zetten.

Hugo Oppelaar is advocaat bij Houthoff Buruma te Amsterdam.
Oppelaar, Oppelaar, H.