

Ondernemingsrecht, Jaargang 2003, Aflevering 11

Royering van certificering

door P.J. Dortmund

In de afgelopen jaren heeft certificering van aandelen bij beursvennootschappen onder vuur gelegen. In het grijze verleden kon een vennootschap naar de beurs gaan met certificaten van aandelen die niet in aandelen royeerbaar waren, terwijl de regels voor de stichting die de aandelen ten titel van beheer houdt (het administratiekantoor) zeer vrij waren. In 1992 kwam hier een eind aan door nieuwe regels in Bijlage X bij het Fondsenreglement. Niet-royeerbare certificaten werden niet langer toegelaten. Er werden voorschriften gegeven met betrekking tot het uitoefenen van het stemrecht door de stichting administratiekantoor. Zo werd bepaald dat een stichting administratiekantoor, verbonden aan de vennootschap, bij het uitoefenen van stemrecht de belangen moet behartigen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen. Dit betekent dat de stichting (uiteraard) rekening moet houden met de belangen van de certificaathouders, doch bijvoorbeeld ook de belangen van de werknemers van de onderneming mee moet wegen. Een alleszins redelijk vereiste dat een einde heeft gemaakt aan bepalingen in de statuten van stichtingen, die haar bestuur er als het ware toe verplichtte slechts rekening te houden met de onafhankelijkheid en het zelfstandig voortbestaan van de vennootschap. Ten slotte bracht Bijlage X voorschriften met betrekking tot de samenstelling van het bestuur van de stichting. Het bestuur moet in meerderheid neutraal zijn. Toegestaan is dat een bestuurder of een commissaris van de vennootschap zitting heeft in het bestuur, doch de meerderheid van de bestuurders dient neutraal te zijn. De warme belangstelling voor certificering als beschermingsmaatregel heeft, mede door een SER-advies, geleid tot een bepaling in het wetsvoorstel structuurregeling. Art. 118a komt erop neer dat een stichting administratiekantoor, als aandeelhouder, aan de certificaathouders volmacht moet verlenen voor de uitoefening van stemrecht, zodanig dat de certificaathouders stemrecht kunnen uitoefenen in de algemene vergadering en wel 'naar eigen inzicht'. De certificaathouders zijn daarmee als gevolmachtigde van de stichting niet gebonden aan de stemnorm die het bestuur van de stichting zelf moet hanteren en die zoals vermeld uitgaat van een ruime belangenbehartiging. De certificaathouder mag (uiteraard) zijn eigen belang dienen en behoeft geen rekening te houden met het belang van de vennootschap, haar onderneming of andere daarbij betrokkenen. De vier ministers die het wetsvoorstel hebben ingediend willen kennelijk, in navolging van de SER, de belangen van de onderneming en de andere betrokkenen enigszins sauveren en hebben daartoe in lid 2 van art. 118a, een regeling opgenomen. Bepaald is dat de volmacht niet behoeft te worden gegeven

in een aantal gevallen die in de praktijk worden aangeduid als oorlogstijd. Volmachtverlening behoeft niet indien (a) er een vijandig bod is of dreigt (b) een certificaathouder 25% van het (gecertificeerde) geplaatste kapitaal in handen heeft gekregen en (c) in het algemeen, als de stichting van oordeel is dat het uitoefenen van stemrecht door de certificaathouder wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

Ten slotte is in lid 4 van art. 118a een bepaling opgenomen die de niet-onafhankelijke bestuurders van de stichting, zoals commissarissen of bestuurders van de vennootschap, verbiedt om als bestuurder van de stichting stem uit te brengen over besluiten omtrent het niet-verlenen van de volmacht aan certificaathouders of tot het uitbrengen van stemrecht op de door de stichting gehouden aandelen. Het wetsontwerp verbiedt derhalve niet dat bestuurders en commissarissen van de vennootschap zitting hebben in het bestuur van de stichting.

In de door de commissie corporate governance (de Commissie-Tabaksblad) voorgestelde code worden regels gegeven met betrekking tot certificering van aandelen. In hoofdstuk III.2 lezen wij dat certificering niet gebruikt mag worden als beschermingsmaatregel, maar (slechts) als middel om te voorkomen dat door absenteïsme in de algemene vergadering, een minderheid van de aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand zet. Voorts worden enkele 'best practice' bepalingen gegeven voor beursvennootschappen waarvan de aandelen zijn gecertificeerd en voor de daarbij horende administratiekantoren.

Eerst de stelling van de commissie dat certificering (slechts) mag worden gebruikt als middel om te voorkomen dat door absenteïsme een (toevallige) minderheid de besluitvorming naar haar hand zet. Die stelling doet wat vreemd aan als wij in het volgende hoofdstuk lezen over regels voor het stemmen op afstand en het werven van stemvolmachten. Als vennootschappen het stemmen op afstand hebben geregeld en proxy solicitation een geslaagd fenomeen is geworden, welke vrees is er dan nog voor absenteïsme? Is het in dit verband niet beter certificering maar helemaal te verbieden om daarmee de invoering van het stemmen op afstand te bevorderen?

Ik voel zeker niet voor een dergelijk verbod, omdat ik meen dat het een goede zaak is dat certificering als 'gematigde' beschermingsconstructie wordt gehandhaafd. De matiging vinden we in het wetsvoorstel structuurregeling onder meer door de stemvolmacht van certificaathouders, die alleen in oorlogstijd niet verleend behoeft te worden. De commissie stelt echter dat de volmacht altijd, onder alle omstandigheden, moet worden verleend. Is dat redelijk? Ik zou menen van niet. Met de commissie ben ik het in zoverre eens, dat het enkele feit dat er sprake is van een bod dat het bestuur van de vennootschap niet zint, niet automatisch behoeft in te houden dat de volmacht wordt geweigerd (art. 118a lid 2 sub a). Dit geldt ook voor het enkele feit dat iemand 25% van het kapitaal verschaft (art. 118a lid 2 sub b). In het wetsvoorstel staat overigens dat de

volmacht dan kan worden geweigerd. Ik meen, dat de norm opgenomen in sub c van het ontwerpartikel zeer juist is. In alle gevallen dat het bestuur van de stichting van oordeel is dat het geven van de volmacht wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming moet het de mogelijkheid hebben de volmacht niet te verlenen. Die norm zou ook moeten gelden bij de weigering van de volmacht bij een voor de vennootschap vijandige overname en ook bij het verwerven van de 25% aan certificaten, zodat (ook) in een dergelijk geval de volmacht alleen kan worden geweigerd als het bestuur van de stichting tot het oordeel komt dat met de beoogde vijandige overname dan wel door de gevolgen van het 25%-pakket het belang van de vennootschap en haar onderneming niet wordt gediend. Daarbij moet overigens worden bedacht dat als de stichting dan zelf stemrecht uitoefent, zij ook met de belangen van de certificaathouders rekening moet houden. Stel nu eens dat het een beursvennootschap betreft die in ons land producten fabriceert met een aantal zeer sterke merken en dat een verre buitenlander een vijandig, doch genereus bod uitbrengt met de bedoeling de merken in handen te krijgen, doch de fabriek te sluiten. Is het in een dergelijk geval niet redelijk dat de volmachten worden geweigerd zodat rekening kan worden gehouden met de belangen van alle betrokkenen, in het bijzonder de belangen van de degenen die in de onderneming werkzaam zijn?

In dit verband signaleer ik nog dat de commissie onder III.2.4 er van uitgaat dat het administratiekantoor bij de uitoefening van zijn stemrecht zich primair moeten richten naar het belang van de certificaathouders, waar dan aan toegevoegd is ‘en houdt rekening met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming’. Wat betekent primair richten naar het belang van de certificaathouders? Als certificering geen beschermingsconstructie meer mag zijn, wat heeft de toevoeging over het belang van de vennootschap dan nog voor waarde? Of dacht de commissie: toch nog maar een beetje bescherming, anders komt het zo hard aan?

Wat betreft de samenstelling van het bestuur van de stichting gaat de commissie er in hoofdstuk III.2.2 van uit dat er geen commissarissen of bestuurders van de vennootschap in het stichtingsbestuur mogen zitten en voorts dat een vergadering van certificaathouders van de stichting personen voor de benoeming tot bestuurder kan aanbevelen.

Wat is de reden dat niet bijvoorbeeld de voorzitter van de raad van commissarissen of de voorzitter van een one tier-achtig bestuur, als bedoeld in hoofdstuk II.8 van de ‘code’, zitting mag hebben in het bestuur, zelfs niet als hij zich aan al hetgeen in de code is opgenomen voorbeeldig houdt en hem door de corporate gouvernante van het in hoofdstuk II.3.1 genoemde opleidings- en trainingsprogramma een dikke voldoende is gegeven. Ik meen dat het voor een goed functioneren van de stichting en haar communicatie met de vennootschap een voordeel is dat een dergelijk persoon, afkomstig van de vennootschap, zitting

in het stichtingsbestuur heeft. Moet informatie van de zijde van de vennootschap in achterkamertjes plaatsvinden? Ik juich dan ook toe dat de vier ministers een dergelijk lidmaatschap in het wetsvoorstel structuurregeling niet hebben verboden. Zij hebben een te zware invloed van dergelijke bestuurders uitgesloten door hen, in art. 118a lid 4, in bepaalde gevallen stemrecht te onthouden. Maar goed, de commissie wil geen functionarissen van de vennootschap in het bestuur van de stichting en (slechts) certificaathouders, derhalve niet de vennootschap, mogen bestuurders aanbevelen. Het kunnen aanbevelen van een of meer bestuurders door certificaathouders lijkt mij een goede zaak. Echter, ik zou menen dat dat aanbevelen schriftelijk zou moeten geschieden door een of meer certificaathouders die een bepaald percentage van het in de vorm van certificaten geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Dat percentage zou afhankelijk kunnen zijn van de grootte van de vennootschap. Het doen van een aanbeveling door een vergadering van certificaathouders, zoals door de commissie voorgesteld, acht ik een slechte zaak. Zoals wij zagen stelt de commissie dat certificering een middel is om te voorkomen dat door absentieisme ter algemene vergadering van aandeelhouders een (toevallige) minderheid de besluitvorming naar haar hand zet. Als er nu een kans is op absentieisme in de algemene vergadering, is dan de kans op absentieisme in een vergadering van certificaathouders niet des te groter? Moet de aanbeveling afhankelijk zijn van de enkeling, die al dan niet beroepshalve, de vergadering bezoekt? Of moeten we voor de vergadering van certificaathouders ook een systeem van stemmen op afstand en volmachtverzameling creëren? Dat lijkt me wel erg kostbaar, terwijl het in beginsel om één agendapunt, de aanbeveling, gaat. Voorts dreigt het gevaar dat er in de vergadering heel veel meer aan de orde wordt gesteld, zoals zaken die in de algemene vergadering zelf thuishoren. Dat lijkt me niet redelijk ten opzichte van de vennootschap en vooral niet ten opzichte van certificaathouders die hun certificaten (tijdelijk) hebben geroyeerd en dan als aandeelhouder geen toegang tot de certificaathoudersvergadering hebben. Mocht men het noodzakelijk vinden dat tot de aanbeveling in een vergadering wordt besloten, dan zou deze in de algemene vergadering zelf aan de orde moeten komen, als intermezzo, waarbij de voorzitter van de stichting tijdelijk de voorzittershamer hanteert en waarbij uiteraard slechts de certificaathouders stemrecht hebben.

Natuurlijk moet men bewondering hebben voor het rapport van de commissie. Wel valt op, dat wat betreft certificering, het rapport volledig voorbij gaat aan het SER-advies en de standpunten van vier ministers — waaronder Zalm? — zoals deze in het wetsontwerp structuurregeling en de toelichting uitdrukkelijk zijn vermeld. De commissie nodigt eenieder uit om commentaar te leveren. Van diverse zijden zal er niet alleen commentaar, doch ook kritiek worden gegeven. Ik heb mij beperkt tot certificering en met name tot het als het ware overboord gooien van de het belang van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen, zodat uitsluitend het (financiële) belang van de certificaathouders gediend moet worden.

Angelsaksische juristen zullen de voorstellen van de commissie in deze zeker toejuichen. Het belang van de vennootschap en haar onderneming moet maar eens weg uit die polder die vol met bananen staat.