

Commentaar op conceptcode corporate governance

Geachte Commissie,

Bijgaand treft u onze reactie aan ten aanzien van uw voorstellen met betrekking tot de certificering van aandelen en in het bijzonder de samenstelling van het bestuur van het administratiekantoor. Dit artikel (zie hieronder) wordt binnenkort in het FD geplaatst. Aangezien wij tot en met 5 september 2003 op uw voorstellen kunnen reageren, sturen wij u hierbij reeds onze reactie.

Wij zijn van mening dat er geen steekhoudende redenen meer zijn voor certificering van aandelen. Indien de commissie toch besluit tot handhaving van certificering, dan zijn wij van mening dat het bestuur van het administratiekantoor gekozen dient te worden door de certificaaathouders. Wij verzoeken u onze opvatting (zie artikel) in de besluitvorming mee te nemen.

Mvg,

Dr. H.A. Donker RA (Erasmus Universiteit Rotterdam)
Mr. drs. B.P.A. Santen (Erasmus Universiteit Rotterdam)

CERTIFICERING VAN AANDELEN MOET OVERBOORD

Han Donker en Bernard Santen

In de discussie over het rapport van de commissie Tabaksblat komt de certificering van aandelen nauwelijks aan bod. Certificering van aandelen is een in Nederland veelgebruikte beschermingsconstructie: ruim 25% van de beursvennootschappen heeft zijn aandelen gecertificeerd. Certificering houdt in, dat het stemrecht op het aandeel verblijft bij een bevriend bestuur, het administratiekantoor. Het aandeel wordt zonder stemrecht op de beurs verhandeld en heet dan een certificaat. Wij zijn van mening dat certificering dient te verdwijnen, omdat de motieven daarvoor niet meer gelden. Daarnaast zijn wij van mening dat de achterkamertjes besluitvorming tussen de vennootschap en het administratiekantoor moet worden beëindigd.

In Nederland worden voor certificering drie redenen onderscheiden: absenteïsme, bescherming en vererving.

§ Absenteïsme. Men wil de continuïteit van besluitvorming garanderen, door te voorkomen dat wisselende minderheden in de aandeelhoudersvergadering de besluitvorming naar hun hand zetten. Alleen dit argument wordt door de commissie Tabaksblat valide geacht. Door vervolgens terecht en met kracht te pleiten voor grotere aandeelhoudersparticipatie door de invoering van het stemmen met volmacht en het stemmen op afstand en voor de vaak reeds bestaande mogelijkheid certificaten om te wisselen in aandelen, komt aan dit argument de kracht te ontvallen.

§ Beschermingsconstructie. Certificaten hebben geen stemrecht van zichzelf, en zouden daardoor een overname via de aandeelhoudersvergadering tegenhouden. Dit soort permanente beschermingsconstructies zijn in vredestijd overbodig en daarom niet gewenst. De commissie Tabaksblat onderschrijft dit. In het kader van de Europese 13e richtlijn over overnames wordt deze constructie overruled.

§ Vererving. Na overlijden van de directeur-grootaandeelhouder, bestaat het risico op versnippering van het aandelenbezit, en op het uiteenlopen van

belangen en meningen tussen de kinderen over het te voeren beleid. Om te voorkomen dat de vennootschap een speelbal wordt in familieruzies, is certificering een probaat middel, omdat de zeggingsmacht in de vennootschap dan in handen blijft van een door de erflater geselecteerd, vertrouwd bestuur. Voor beursvennootschappen geldt dit argument niet echt meer: het aandelenbezit is veelal versnipperd en niet meer overwegend in handen van de familie.

Hieruit kunnen wij concluderen dat er geen steekhoudende redenen zijn voor certificering van op de beurs verhandelde aandelen en dat certificering eigenlijk zou moeten worden afgeschaft. Ook in de Europese context is certificering van aandelen moeilijk uit te leggen. De nog steeds niet vastgestelde dertiende Europese Richtlijn Vennootschapsrecht wil de beschermingsconstructie ook heel ver terugdringen. Uit empirisch onderzoek gedaan in Tilburg blijkt, dat het marktrendement van beursvennootschappen met aandelencertificering over de periode 1993-1997 gemiddeld genomen beduidend achterblijft bij dat van beursvennootschappen zonder certificering. De economische theorie zegt, dat de waarde van een certificaat altijd lager is dan die van een aandeel, omdat het stemrecht ontbreekt en het wegsturen van het bestuur, of een vijandige overname (als de waarde van het aandeel achterblijft bij die van de concurrenten) dus niet mogelijk zijn. Door het ontbreken van die dreiging, zal de prestatie van het bestuur van de vennootschap achter kunnen blijven.

De commissie Tabaksblat houdt zelfbenoeming (coöptatie) in het geval van certificering van aandelen in stand: "De bestuurders van het administratiekantoor worden benoemd door het bestuur van het administratiekantoor." (III.2.2). Wij vinden dat deze bepaling moet verdwijnen. Het bestuur van het administratiekantoor moet worden benoemd door de vergadering van certificaathouders, op voordracht van in te stellen commissie van certificaathouders. Wij begrijpen de angst die achter deze bepaling schuilt niet. De commissie Tabaksblat stelt terecht dat het bestuur van het administratiekantoor het vertrouwen moet hebben van de certificaathouders. Waarom dan niet dit vertrouwen uitspreken in een stemming waarin het bestuur wordt gekozen? Pas dan is dat vertrouwen ook gelegitimeerd. Door de alom toegejuichte voorstellen van de commissie voor een verbod op onder meer ex-bestuursleden in het bestuur van het administratiekantoor en door de mogelijkheid het stemrecht op te vragen wordt het administratiekantoor op afstand gezet van de vennootschap. Ons lijkt dat deze gedachtegang dan ook consequent moet worden voortgezet in de wijze waarop het bestuur wordt gevormd.

Kleine aanpassingen worden nu door de commissie Tabaksblat voorgesteld. De macht van bestuurders en commissarissen in structuurvennootschappen blijft in essentie gehandhaafd. Certificaathouders en aandeelhouders hebben het nakijken. Het machtsevenwicht dient te worden hersteld ten gunste van certificaathouders en aandeelhouders. De minste oplossing is toch wel dat certificaathouders het recht krijgen om het bestuur van hun eigen administratiekantoor voor te dragen en te benoemen.

Dr H.A. Donker RA is universitair hoofddocent aan de Erasmus Universiteit Rotterdam
Mr drs B.P.A. Santen is advocaat en docent aan de Erasmus Universiteit Rotterdam