
Het SER-advies betreffende de structuurregeling; de positie van certificaathouders herijkt en verrijkt

Inleiding

Op 19 januari jongstleden heeft de Commissie Structuurregeling van de Sociaal-Economische Raad (SER) zijn unaniem advies uitgebracht over het functioneren en de toekomst van de structuurregeling (hierna: het SER-advies). Het SER-advies is een reactie op zowel de adviesaanvraag van het kabinet van 10 februari 2000, als op een aanvullende adviesaanvraag van de Tweede Kamer van 27 juni 2000. De adviesaanvraag van het kabinet bevat uitsluitend het verzoek advies te geven over het functioneren en de toekomst van de zogeheten structuurregeling, terwijl de Tweede Kamer advies heeft gevraagd over aangelegenheden die in een discussie over de structuurregeling een belangrijke plaats innemen, maar tevens over onderwerpen die in breder verband een zekere samenhang hebben met de structuurregeling. Op 9 februari jongstleden heeft het kabinet in een brief aan de Tweede Kamer positief gereageerd op het SER-advies. Hij stelt daarin dat hij zal bevorderen dat er wetgeving tot stand komt op basis van het SER-advies.

Binnen het SER-advies staan twee specifieke punten centraal, te weten de criteria voor de verplichte en vrijwillige toepassing van het structuurregime en het correctiemechanisme bij slecht functioneren van commissarissen. Voorts herijkt het SER-advies de bevoegdheden van de kapitaalverschaffers bij een aantal aspecten van het ondernemingsbeleid. Dit laatste punt is

overigens een inmiddels veel besproken onderwerp sinds het in oktober 1996 verschenen (voorlopige) rapport van de Commissie Corporate Governance (naar haar voorzitter ook wel genoemd de 'Commissie Peters'). Twee voorstellen regarderend (deels) de positie van certificaathouders. Zo beveelt de SER aan dat niet alleen aandeelhouders, maar ook certificaathouders het recht krijgen hun stem uit te brengen ter zake van belangrijke besluiten in de structuursfeer (SER-advies par. 4.7.5) en dat kapitaalverschaffers – wederom aandeelhouders én certificaathouders – die 1% of meer van het kapitaal in de vennootschap vertegenwoordigen, het recht krijgen om onderwerpen op de agenda van de AVA te (doen) plaatsen (SER-advies par. 4.7.4). Hierna worden beide voorstellen nader in beschouwing genomen.

Wettelijke zeggenschap voor certificaathouders

In veel Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen wordt certificering, waarbij aandeelhouders hun stemrecht verliezen, als beschermingsconstructie gebruikt. Het belangrijkste verschil tussen het aandeelhouderchap en het certificaathouderschap is dat de aandeelhouder gerechtigd is tot uitoefening van zowel de economische als de zeggenschapsrechten die aan het aandeel zijn verbonden, terwijl certificaathouders uitsluitend de economische rechten kunnen uitoefenen, althans volgens de wet. In geval van certificering worden de zeggenschapsrechten van de kapitaalverschaffers uitgeoefend door een Administratiekantoor (AK). De rechtsvorm van het AK is veelal een stichting. Houders van certificaten van aandelen die zijn uitgegeven met medewerking van de vennootschap hebben thans slechts het (wettelijk) recht om de AVA bij te wonen en daar het woord te voeren (art. 2:110 en 2:220 BW).

Over het vraagstuk van certificering in algemene zin laat de SER zich in zijn advies niet uit, anders dan dat hij geen reden ziet voor certificering van aandelen geheel onmogelijk te maken of ernstig te beperken. Hij wijst terzake op de veelheid van 'niet onbelangrijke functies' die certificering in Nederland heeft. De SER noemt in dit verband onder meer het bestrijden van absentisme in de AVA, de beschermingsaspecten ervan en de continuïteit van met name familievennootschappen. Hij ziet 'evenwel reden om te komen tot een zekere versterking van de positie van de verschaffers van risicodragend kapitaal' en stelt voor om wettelijk te regelen dat bij structuurvennootschappen aandeelhouders en in gelijke mate de houders van certificaten die met medewerking van de vennoot-

schap zijn uitgegeven, het recht krijgen tijdens de AVA hun stem uit te brengen inzake alle aangelegenheden die de structuurregeling betreffen. Het gaat om een aantal belangrijke onderwerpen, te weten: de benoeming van commissarissen, de vaststelling van de jaarrekening, de mogelijkheid om de voltallige RvC de laan uit te sturen bij gebrek aan vertrouwen in het functioneren van de RvC en de mogelijkheid tot beëindiging van vrijwillige toepassing van de structuurregeling.

De wettelijke regeling, zo stelt de SER, dient tot uitdrukking te brengen dat toekenning van stemrecht ten aanzien van hiervoor bedoelde besluiten aan certificaathouders, niet afdoet aan het stemrecht van het AK voor die certificaten waarvoor het stemrecht niet door certificaathouders wordt uitgeoefend. Indien een certificaathouder geen gebruik maakt van de mogelijkheid om te stemmen, blijft het AK bevoegd. Daarmee wordt tegemoet gekomen aan een nuttig doel van certificeren, namelijk om tot continuïteit in stemgedrag te komen. De aanwezigheid van het AK voorkomt immers dat bij een kleine opkomst op de AVA een toevallige meerderheid bepaalde besluiten kan doordrukken.

De SER maakt voorts een nadrukkelijke uitzondering voor de situatie dat op de aandelen van de vennootschap waarvan de aandelen zijn gecertificeerd een openbaar bod is uitgebracht of aangekondigd, dan wel – gemeten naar objectieve maatstaven – anderszins een onvriendelijke overname dreigt. De SER overweegt daarbij 'dat de uitwerking van de toekenning van het stemrecht aan certificaathouders dient aan te sluiten bij het wetsvoorstel beschermingsmaatregelen, alsmede bij de wetswijziging die het kabinet overweegt inzake werking en doelstelling van certificering in het algemeen. In geval van 'oorlogstijd' mogen de certificaathouders van de SER dus geen stemrecht krijgen. Door deze uitzondering blijft de mogelijkheid van certificering als beschermingsconstructie tegen vijandige overnames (vooral nog) intact. De bewoordingen 'gemeten naar objectieve maatstaven' doet echter vragen oproepen. Het lijkt mij betrekkelijk moeilijk om objectieve maatstaven te formuleren aan de hand waarvan beoordeeld kan worden of er al dan niet sprake is van een dreiging van een onvriendelijke overname, anders dan wanneer er een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht. Derhalve kijk ik met belangstelling uit naar de uitwerkingen van het voorstel.

Geconstateerd kan worden dat de toekenning van beperkte zeggenschap aan certificaathouders volgens het SER-voorstel de belangrijk(st)e doeleinden van certificering respecteert.

Agendering

Volgens het huidige wettelijk regime komt aan het bestuur en de RvC de bevoegdheid toe om de AVA bijeen te roepen (art. 2:109 en 2:219 BW). Deze bevoegdheid kan evenwel ingevolge een statutaire regeling ook aan anderen en derhalve ook aan de aandeelhouders en/of certificaathouders toekomen. Voorts kunnen één of meer aandeelhouders of certificaathouders die gezamenlijk ten minste 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen (of een zoveel geringer bedrag als statutair mocht zijn bepaald) op grond van de artikelen 2:110 en 2:220 BW door de rechtbank worden gemachtigd een AVA bijeen te roepen, waarvan zij zelf de agenda vaststellen. Overigens ontberen aandeelhouders en certificaathouders thans in het geheel de wettelijke bevoegdheid onderwerpen op de agenda te doen plaatsen. De Commissie Peters deed terzake de aanbeveling om aan kapitaalverschaffers die alleen of gezamenlijk ten minste 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, of van wie de aandelen of certificaten op de datum van de oproep voor de AVA een beurswaarde van ten minste NLG 500.000 hebben, het recht toe te kennen om punten op de agenda te (doen) plaatsen, tenzij zwaarwegende belangen van de vennootschap zich daartegen verzetten (aanbeveling 30). De SER volgt deze aanbeveling, behoudens wat betreft het 500.000 gulden-criterium. Een verklaring daarvoor kan worden gevonden in de resultaten van een onderzoek door de Commissie Peters II naar de implementatie van de aanbevelingen van de Commissie Peters, zoals neergelegd in haar rapport van december 1998. Hieruit bleek dat slechts zestien Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen (van de in totaal 159 onderzochte vennootschappen) in het verslagjaar 1997 geheel gevolg hebben gegeven aan aanbeveling 30, en zestig vennootschappen gedeeltelijk, in die zin dat zij uitsluitend de 1%-drempel hadden overgenomen. Vooral de grens van NLG 500.000 werd toen door de meeste vennootschappen als te laag beschouwd.

Er lijkt weinig te zijn in te brengen tegen het voorstel van de SER om aandeelhouders en certificaathouders het recht te geven om invloed uit te oefenen op de samenstelling van de agenda van de AVA, mits er bepaalde drempels bestaan. Beleggers kunnen

zodoende de onderwerpen die hen bezighouden aan de AVA voorleggen, waardoor een goede werking wordt bevorderd van de AVA als forum voor informatie en verantwoording naar de kapitaalverschaffers toe. Evenwel een kanttekening. Zowel de Commissie Peters als de SER stelt een drempel van 1% voor. Dit percentage lijkt enigszins willekeurig te zijn gekozen. Wordt beoogd aansluiting te zoeken bij de daar geheel los van staande éénprocents-regeling zoals die menigmaal in de statuten van grote vennootschappen wordt opgenomen? Voorts is de uitzondering op het agenderingsrecht, 'tenzij zwaarwegende belangen van de vennootschap zich daartegen verzetten', nogal open geformuleerd. Het is onduidelijk wat onder 'zwaarwegende omstandigheden' dient te worden verstaan. Het kabinet gaf echter in zijn reacties op het rapport van de Commissie Peters II (mei 1999) en het SER-advies aan dat er evenwel ook andere drempels in aanmerking komen en meent terecht dat er nader onderzoek nodig is om te bepalen wat de juiste drempel is en in welke gevallen verzoeken niet gehonoreerd hoeven te worden.

Tot slot

De SER is van mening dat kapitaalverschaffers, derhalve niet slechts aandeelhouders, maar ook certificaathouders, meer invloed dienen te krijgen op het ondernemingsbeleid en heeft daartoe concrete voorstellen gedaan. Het kabinet heeft deze voorstellen reeds overgenomen. Het lijkt vooralsnog een positieve ontwikkeling te zijn, een positief signaal naar de beleggers. Of die in de toekomst daadwerkelijk van hun rechten gebruik zullen maken, valt echter nog te bezien.

*Mr. M.A. van Valen
Stibbe*

Met dank aan Judith Becker
