

Hedgefonds handelen waar *stakeholders* zwijgen

Nederland heeft. Het Rijnlandse vennootschapsmodel wordt bestookt door Angelsaksische durfinvesteerders en hedgefonds. Er bestaan binnen het bestaande Nederlandse ondernemingsrecht echter voldoende middelen om voor alle bij de onderneming betrokken belangen op te komen.

De onrust binnen het Nederlandse bedrijfsleven is tot op zekere hoogte begrijpelijk: buitenlandse investeerders hebben de laatste jaren en vooral maanden op grote schaal belangen opgebouwd in Nederlandse ondernemingen en eisen nu op soms agressieve wijze waar voor hun geld.

Minister Wijn lijkt aan te nemen dat een beursfonds, eenmaal op de korrel genomen, niet anders kan doen dan het de aanvaller maar zoveel mogelijk naar de zin te maken en te redden wat er te redden valt. Van *equality of arms* zou geen sprake zijn.

Maar hoe doet een activistische minderheidsaandeelhouder, zoals een hedgefund, nu eigenlijk zijn macht en invloed gelden? In wezen staan hem drie (druk-) middelen ter beschikking: de media, het aan de aandelen verbonden stemrecht en juridische procedures.

Beursfondsen zijn in dit krachtenveld niet per definitie "*sitting ducks*". Zij kunnen zich evenzeer van de media bedienen. In het verlengde daarvan ligt de aanwending van het stemrecht. In de regel bezitten hedgefonds slechts een betrekkelijk klein minderheidspakket. Voor het doordrukken van voorstellen zijn dan meerderheidsallianties nodig.

De Ondernemingskamer rekent, in het kader van de enquêteprocedure, aandeelhoudersgedrag tot het "beleid en de gang van zaken van een rechtspersoon" en het stemgedrag van aandeelhouders is daarmee binnen zijn toets van "juist beleid" gebracht. Een norm die wordt gehanteerd door een actieve rechter die als hij dat nodig oordeelt snel effectieve maatregelen treffen kan. Schorsing van stemrecht of zelfs (tijdelijke) overdracht van aandelen, behoren tot de middelen waarvan de Ondernemingskamer zich regelmatig bedient.

Het Nederlandse vennootschapsrecht vindt zijn basis in een institutionele visie op de vennootschap. Juist vennootschapsbeleid dient niet alleen het aandeelhouders belang, maar ook dat van andere *stakeholders*. Bovendien wordt ervan uitgegaan dat de vennootschap ook een eigen belang heeft bij haar gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan, met het oog op de door haar gestelde doelen en de bij haar betrokken belangen ook van externe partijen, zoals crediteuren, de consument, belangen van bijvoorbeeld grote steden en zelfs nationale identiteit. Aan dat soort aspecten lijkt Wijn te refereren als hij spreekt over "rationeel Oranjegevoel" (NRC Handelsblad, 21 augustus 2006).

Een andere benaming voor dezelfde, op consensus gerichte benadering, is het "Rijnlands model": een sinds de industriële revolutie voor Noordwest Europa typerende erkenning van deze veelheid van bij een vennootschap betrokken belangen, die niet alleen financieel van aard zijn.

De Ondernemingskamer houdt in zijn beschikkingen daadwerkelijk rekening met die andere belangen. Ja, zeggen de beursfondsen dan, maar de wet geeft ons geen toegang tot de Ondernemingskamer.

Het is waar dat de onderneming zelf geen enquête in gang kan zetten. Maar behalve aandeelhouders kunnen ook anderen dat. Daar is geen wetswijziging of ronde tafel gesprek onder leiding van Minister Wijn voor nodig.

Staan er banen op de tocht omdat de hedgefunds alleen aan zichzelf denken? In zo'n geval kan de vakbond een enquête procedure starten en maatregelen eisen. Vakbonden maken verbazend weinig gebruik van dit recht: in 2005 niet een keer en daarvoor ook slechts zeer sporadisch.

Ook het Openbaar Ministerie (de Advocaat Generaal) heeft het enquêterecht "om redenen van openbaar belang". De Ogem en Vie D'or enquêtes zijn door de advocaat generaal gestart, maar sindsdien is de advocaat generaal al meer dan 10 jaar zijn hok niet meer uitgekomen.

Als het Rijnlands model meer is dan een ooit door theoretici bedacht maar inmiddels door de tijd achterhaald fenomeen, dan kunnen we constateren dat de aandeelhoudersdemocratie niet functioneert: behalve de belangen van activistische aandeelhouders en het bestuur van de belaagde vennootschap, worden geen stemmen gehoord. Niet omdat zij geen stem hebben, maar omdat zij die niet gebruiken.

Een dergelijk democratisch tekort hoeft niet gerepareerd te worden door nieuwe wetgeving. Er is immers nog een partij die toegang heeft tot de Ondernemingskamer, te weten elke partij (behalve de vennootschap zelf) die dat recht is toegekend door de onderneming zelf. Dat kan contractueel of door toekenning in de statuten van de vennootschap.

Gegeven het Rijnlandse model zou je één stichting kunnen oprichten, laten we hem Stichting Rijnland noemen, die zich ten doel stelt toe te zien op een evenredige behartiging van alle bij beursfondsen betrokken belangen en meer in het bijzonder andere belangen dan die van de aandeelhouders. Elk beursfonds dat zich belaagd voelt door aandeelhoudersactivisme, kan met een pennestreek het enquêterecht toekennen aan de Stichting Rijnland. In financiering van Stichting Rijnland kan, behalve door de contracterende beursfondsen zelf, worden voorzien door allen die daarbij belang hebben: werknemers, werkgevers, kenniscentra, grote steden etc.

De overeenkomst met Stichting Rijnland moet enigszins worden beschermd: als het beursfonds gepresseerd wordt de overeenkomst op te zeggen, zou de opzegtermijn bijvoorbeeld zodanig lang moeten zijn dat Stichting Rijnland voldoende tijd heeft om tekst en uitleg te vragen en eventueel actie te nemen als dat nodig is.

Wordt een beursfonds onheus bejegend door een hedgefund? Stichting Rijnland komt in het geweer. Eerst volgt er dan een briefje aan de investeerder waarin Stichting Rijnland zijn zorgen kenbaar maakt: Wie vertegenwoordigt u? Met wie trekt u op? Wat is de herkomst van uw financiering? Heeft u belangen bij concurrenten of spelen andere zaken die van belang zijn? Wat zijn uw lange termijn plannen? Stichting Rijnland publiceert haar correspondentie. Geven de antwoorden reden tot aanhoudende zorg, dan zal Stichting Rijnland een enquête verzoek bij de Ondernemingskamer kunnen instellen. In dat kader kan dan openheid van zaken en het eventueel treffen van onmiddellijke voorzieningen worden gevraagd.

Nieuwe wetgeving kan tegen deze bestaande middelen niet op. De Ondernemingskamer, met zijn flexibel instrumentarium, geeft concreet invulling aan andere dan korte termijn aandeelhoudersbelangen, waarvan iedereen lijkt te vinden dat die onder druk staan. Van geval tot geval wordt dan bekeken wat kan en wat niet kan. Alle stemmen worden gehoord. In volledige vrijheid, evenwichtigheid en transparantie kan de aandeelhoudersdemocratie dan verder tot ontplooiing komen.

Mr. Frank Peters, advocaat, in samenwerking met Prof. Mr A.L. Mohr
Spigthoff Advocaten en belastingadviseurs in Amsterdam