

Oorlog in vennootschapsland

Begin jaren tachtig was het nog de werknemer die in de bedrijven meer te zeggen moest krijgen. Het werd uiteindelijk de aandeelhouder die macht wist te veroveren.

Door Peter de Waard

Het begon bijna 25 jaar geleden met de belegering van de Hollandse Beton Groep in Rijswijk, toen een van de parade-paardjes van het Nederlandse bedrijfsleven. HBG, zoals het kortweg heette, stampte nieuwe woonwijken uit de grond, bouwde op de meeste exotische plekken van de wereld bruggen en viaducten en haalde oliedollars terug met de aanleg van vliegvelden en andere infrastructurele projecten in het Midden-Oosten.

Op 22 mei 1985 werden op de beurs van Amsterdam 452 duizend aandelen van de HBG verhandeld - twee keer zoveel als normaal. Snel deden geruchten de ronde dat iemand bezig was het bedrijf op te kopen. Dat kon en mocht niet.

Twee dagen later trok de raad van bestuur een onneembare vesting tegen de geheime indringer op: 1,4 miljoen nieuwe zogenoemde preferente aandelen werden geplaatst bij een eigen Stichting HBG, die elke machtsgreep zou kunnen blokkeren. Nederland slaakte een zucht van verlichting.

Wat nu, 25 jaar later, heel sjiek en modern corporate governance heet, was dat jaar het begin van wat de vuile oorlog tegen beschermingsconstructies werd genoemd.

Voor 1985 had de factor kapitaal in Nederland helemaal geen macht. Aandeelhouders waren couponknippers uit Wassenaar die niet hoog van de toren mochten blazen.

Bedrijven hadden met certificering, prioriteits- en preferente aandelen en de coöptatie van commissarissen hun kapitaalverschaffers machteloos gemaakt. Aandeelhoudersvergaderingen waren niet meer dan theebransjes. Winst was een vies woord en bedrijven begonnen hun jaarverslag met de vermelding van de omzetswijging.

Wie daar begin jaren tachtig iets naars over zei, zou niet alleen door vakbondsleider Arie Groenevelt publiekelijk aan de schandpaal zijn genageld, maar was door heel politiek Den Haag weggehoond. Als iemand het binnen een bedrijf voor het zeggen zou moeten krijgen, dan was het toch de werknemer wel. In 1979 was niet voor niets de Wet op de Ondernemingsraden nog ingrijpend vernieuwd. Arbeidersbestuur leek de toekomst.

Maar de tweede oliecrisis, de recessie, de verkiezingsoverwinningen van Ronald Reagan in de VS en Margaret Thatcher in Groot-Brittannië deden het tij keren. In 1982 begon de langste beurshausse uit de geschiedenis. In de film *Wall Street* riep Gordon Gekko de gevegelde woorden *Gekko is goed* (inheligheid is goed). Amerikaanse zakenbanken als Goldman Sachs en Morgan Stanley gingen grote overnametransacties uitvoeren. Raiders (opkopers) en stripers doken op met wildwestnamen als Carl Icahn en T Boone Pickens. Zij schudden het in slaap gesukkeld bedrijfsleven in de VS wakker. Conglomeraten werden met grote bankleningen opgekocht, in stukken gescheurd, gesaneerd en met winst doorverkocht. Deze nieuwe dynamiek en mobiliteit leidden tot spectaculaire koersstijgingen op Wall Street.

In de consensusmaatschappij



Aandeelhoudersvergadering van Shell in het Circustheater in Den Haag, 19 mei 2009.

Foto Martijn Beekman / de Volkskrant

van de BV Nederland walgde iedereen nog van deze 'beurspiraterij'. 'Als ik ooit een harttransplantatie moet hebben, laat het dan het hart van een raider zijn want dan ben ik zeker dat dat nooit is gebruikt', schreef een ondernemer in *de Volkskrant*. De gedachte was dat bedrijfsbestuurders het beste voor hadden met hun aandeelhouders, net zoals met hun werknemers. Bedrijven *lean & mean* maken door ze met schulden te overladen, was onvoorstelbaar.

Op de beurs van het Damrak zat weinig beweging. Koersen gingen met dubbeltjes omhoog of omlaag. De omzetten waren laag. Grote beleggers kochten vooral staatsobligaties die door het enorme financieringstekort van de overheid massaal werden aangeboden. Aandelen waren weinig aantrekkelijk, omdat veel bedrijven inefficiënt werkten en in de koersen geen overnamepremie zat.

Alleen bij Pierson, Heldring & Pierson, toen de enige Nederlandse zakenbank, werd wel eens afgunstig gekeken naar Wall Street en probeerden jonge bankiers een afdeling fusie- en overnamedeals op te zetten. Ze vonden een bondgenoot in de nieuwe voorzitter van de Vereniging voor de Effectenhandel Boudewijn baron van Ittersum. Zonder te verzwijgen dat het vooral om de *greed* - de koerswinst - te doen was, gaf hij Stibbe-advocaat Paul van den Hoek de opdracht aan artikel over dit onderwerp te schrijven in het jaarverslag over 1985: 'Is de macht van de aandeelhouder niet te veel geknot?'. In het artikel werd gewezen op de positieve kant van de kleurrijke overnamegevechten die werden uitgevochten in de VS. De raiders kochten ondergewaardeerde bedrijven op, saneerden ze en maakten ze weer winstgevend. Dat was prachtig voor de bedrijven, de aandeelhouders en dus ook het personeel.

De emeritus-hoogleraar Willem van der Grinten, de enige echte autoriteit op het gebied van vennootschapsrecht, toonde zich bereid

een adviescommissie te vormen die ernaar zou kijken. Van den Hoek werd lid van die commissie, evenals bestuurder Leen van Zwol van superbelegger Nationale-Nederlanden.

Al tijdens de eerste vergadering in 1986 maakte voorzitter Van der Grinten duidelijk dat hij niet zo veel van de nieuwlichterij moest hebben. Ook Van Zwol, de belangrijkste aandeelhouder van het land, was fel tegen: 'Er is geen aandeelhouder in Nederland die weet hoe een onderneming moet worden gerund'. Na de derde vergadering laaiden de emoties hoog op.

Vlak daarvoor had uitgeverij Elsevier een onvriendelijk overnamebod uitgebracht op concurrent Kluwer. Die had zich op zijn beurt weer in de armen geworpen van Wolters-Samson, dat een tegenbod uitbracht. Het overnamegevecht was ongekend spannend. Elsevier en Wolters haalden ieder bijna 50 procent van de aandelen Kluwer binnen. Voor de laatste aandelen werden op de beurs prijzen

van tienduizenden gulden betaald. Wolters won, vooral dankzij het feit dat commissielid Van Zwol voor het *NOS Journaal* liet weten dat Nationale-Nederlanden zijn reuzenpakket aan Wolters zou aanbieden.

De beurs had een splijtzwam geschapen. Het welzijn van het bedrijf versus het welzijn van de aan-

'Heren van stand die allervriendelijkst vreselijke dingen zeiden'

deelhouder. Het land verdeelde zich in twee kampen. Bankiers, bestuurders, beleggers, juristen en politici vielen zelfs onderling over elkaar heen. Pierson-bankier Jiskoot was commissaris bij overnemer Elsevier, de ABN'er Langman was juist de president-commissaris van het doelwit Kluwer. Van Zwol later: 'Allebei heren van stand die met hun vriendelijkste gezicht

de vreselijkste dingen tegen elkaar konden zeggen.'

Ook de bedrijven waren verdeeld. Philips was tegen, uit vrees zelf doelwit van een overval te kunnen worden. Unilever-topman Floris Maljers - zelf iemand die geregeld iets overnam - hekelde de 'dichttimmer-manie'.

Eind 1987 bracht de commissie-Van der Grinten een hopeloos verdeeld advies uit. Het rapport ging in de prullenmand.

Maar de kous was daarmee niet af. Minister Onno Ruding van Financiën nam het voortouw en drong er bij de beurs op aan met interne regelgeving te komen.

Van Ittersum gooide begin maart 1988 opnieuw de knuppel in het hoenderhok. Hij eiste beperking van de beschermingswallen en dreigde bedrijven met verlies van hun beursnotering.

'Het woord onvriendelijke overname komt niet in het woordenboek van Wessanen voor', sputterde Gerrit van Driel, de godfather van de Nederlandse ondernemers.

Maar in het land was de stemming omgeslagen. Met de beursintroducties van DAF, DSM en KPN was het volkskapitalisme geïntroduceerd. Ineens was heel Nederland aandeelhouder en waren de koersen gespreksonderwerp op verjaardagsfeestjes.

Eind 1991 zei Wim Kok, die Ruding op Financiën was opgevolgd: 'Gewijzigde machtsverhoudingen in de aandeelhoudersvergadering kunnen niet langdurig worden genegeerd.' Maar pas vier jaar later kwam een compromis tot stand dat door Koks opvolger Gerrit Zalm zo mager werd gevonden dat hij een nieuwe wettelijke regeling ging ontwikkelen.

De zeggenschap van aandeelhouders zou verder moeten gaan dan de overnamestrijd. Van der Grinten kreeg zijn opvolger: Jaap Peters. Hij zou regels moeten ontwikkelen, waardoor de aandeelhouders ook zeggenschap zouden krijgen indien ze zonder wapenuitrusting voor de muren van de vennootschap staan.

De discussie over de zeggenschap van de aandeelhouder was in Nederland niet langer *not done*. In 1997 werd advies uitgebracht: meer macht voor de aandeelhouder. Maar de 'vrijblijvende' richtlijnen werden niet erg serieus genomen. Het schandaal rond de beursintroductie van WorldOnline, maar vooral het boekhoudschandaal bij Ahold, leidde in 2003 tot de oprichting van de commissie-Tabaksblat die gedragsregels voor bestuurders zou moeten vastleggen die ook een wettelijk basis hadden. Hoewel het werk van de commissie werd overschaduwd door de oplaaierende discussie over exorbitante bestuursbeloningen, kwam Tabaksblat met een code van 124 richtlijnen waarmee de beschermingswallen werden afgebroken.

De weg was vrij voor belegeraars, zij het dat de raiders plaats hadden gemaakt voor wat eufemistisch 'activistische aandeelhouders' werden genoemd maar meestal hedgefondsen waren die vooral uit waren op overnamepremies. ABN Amro en het industrieel conglomeraat Stork werden in 2007 opgebroken. De uitverkoop van het nationale erfgoed leek niet te stoppen: na KLM, Hoogovens, Grolsch, VNU, Vendex/KBB en zelfs de energiebedrijven Nuon en Essent zou de rest van het Nederlandse tafelzilver worden verkanseld.

Wanpiew kwam er een commissie, nu onder leiding van Jean Frijns, die adviseerde een deel van de code-Tabaksblat weer terug te draaien: niet door de oude beschermingsconstructies weer toe te laten, maar door nieuwe regels waarbij aandeelhouders zich sneller moeten melden en hun intenties duidelijk moeten maken.

Het kabinet heeft dit overgenomen, maar ook weer een volgende club van wijzen (de commissie-Streppel) ingesteld. De juiste balans tussen de belangen van aandeelhouders, werknemers en klanten is in een kwart eeuw nog altijd niet gevonden.

Vijf commissies over aandeelhoudersmacht

■ **Commissie-Van der Grinten (1987)** - voorzitter Wim van der Grinten (ex-staatssecretaris en rechtsgeleerde): Verdeeld advies, waarin de meerderheid stelt dat bedrijven zich mogen blijven beschermen tegen overnames met uitgifte van prioriteitsaandelen, plaatsing van preferente aandelen en certificering.

■ **Commissie-Peters (1997)** - voorzitter Jaap Peters, ex-topman Aegon: Veertig vrijblijvende aanbevelingen, waarmee

aandeelhouders wordt vergroot. Er is geen automatische herbenoeming van commissarissen meer, effectenbezit en optieregelingen van bestuurders moeten in het jaarverslag en certificaathouders krijgen stemrecht.

■ **Commissie-Tabaksblat (2003)** - voorzitter Morris Tabaksblat (ex-Unilever-topman): Liefst 124 aanbevelingen die nu ook een wettelijk kader krijgen. De raden van bestuur moeten een deel van hun macht inleveren ten gunste van commissarissen en aandeelhouders. Falende

bestuurders kunnen gemakkelijker worden afgezet. Beschermingsconstructies moeten verdwijnen.

■ **Commissie-Frijns (2008)** Voorzitter Jean Frijns (ABP-topman): De rol van activistische beleggers beperken door onder meer een afkoelingsperiode van 180 dagen in te stellen.

■ **Commissie-Streppel (2009)** Voorzitter Jos Streppel (ex-Aegon): Begin deze maand ingesteld om de bruikbaarheid van de corporate governance code te bekijken.