

14 juli 2010 woensdag

Rechter vindt middenweg niet

Blz. 5

Arnoud Boot

Na uitspraak Hoge Raad blijft corporate governance onvoorspelbaar juridisch steekspel

We waren het door de financiële crisis bijna vergeten, maar de machtsverhoudingen in het bedrijfsleven staan zwaar ter discussie. Kunnen aandeelhouders 'zomaar' ingrijpen en veranderingen afdwingen? De strijd rond ABN Amro en Stork staat nog scherp op het netvlies. Vorige week heeft de Hoge Raad (HR) in zijn uitspraak rond chipbedrijf ASMI een volgend hoofdstuk toegevoegd. Ook hier gaat het conflict tussen bestuur en aandeelhouders over opsplitsing van de onderneming. De HR lijkt nadrukkelijk de positie van het bestuur van ondernemingen jegens aandeelhouders te willen versterken.

De eerder verschaftte ruimte voor het opwerpen van beschermingsmaatregelen lijkt hij te verruimen. Hij neemt stelling tegen de gedachte dat commissarissen zouden moeten bemiddelen in een conflict tussen bestuur en aandeelhouders. Wat echter vooral opvalt is dat de HR meer dan ooit de indruk wekt zelf niet te weten hoe te komen tot evenwichtige machtsverhoudingen, en in afwachting van meer wijsheid vooralsnog elke interpretatie van een lagere rechtbank (de Ondernemingskamer) die aandeelhouders meer rechten toekent tegenhoudt.

Ik heb begrip voor de onzekerheid van de HR, maar zal aangeven dat daarom juist niet is te ontkomen aan een belangrijkere rol voor de rvc in de interactie met aandeelhouders. Voor wat het in stelling brengen van beschermingsmaatregelen betreft deel ik de angst van de HR voor te veel wispelturigheid die van aandeelhouders kan uitgaan. Maar de HR lijkt het nu voor aandeelhouders wel erg moeilijk te maken om uiteindelijk zeggenschap te kunnen verwerven.

De HR oordeelde na een beroep van aandeelhouders tegen de beschikking van de Ondernemingskamer om een onderzoek te gelasten naar de gang van zaken bij ASMI. De HR vernietigt deze beschikking en vraagt de Ondernemingskamer om een nieuwe beoordeling. De HR neemt op een aantal punten ASMI in bescherming en beperkt daarmee de scope van een eventueel hernieuwde beslissing om een onderzoek in te stellen.

Dit betreft de al genoemde rol van de rvc in het oplossen van conflicten tussen bestuur en aandeelhouders en het in stelling brengen van beschermingsconstructies. Een derde punt is dat de Ondernemingskamer ASMI voorhoudt dat door een gedateerde corporate governance externe aandeelhouders nauwelijks invloed hebben kunnen uitoefenen op de strategie van ASMI. De HR veegt dit van tafel. Aandeelhouders gaan niet over de strategie; het primaat ligt bij het bestuur. Ik sluit mij hierbij aan. Maar dit vergt wel enige macht van aandeelhouders 'achteraf'.

Als aandeelhouders het niet eens zijn over de strategie en ook niet te overtuigen zijn in een dialoog met het bestuur, dan is uiteindelijk hun enige weg om het bestuur te (doen) vervangen. Of zij deze weg zullen inslaan zal afhangen van de prestaties van de onderneming en het vertrouwen dat zij in de ondernemingsleiding hebben. Als het hieraan schort, zal het meningsverschil over de strategie op scherp komen te staan.

Nu is direct duidelijk waarom de rol van de rvc in het oplossen van conflicten tussen bestuur en aandeelhouders zo belangrijk is, en ook de reikwijdte van beschermingsconstructies. Als deze er louter op gericht zijn het management zich te laten verschansen, dan ontbreekt het aan checks-and-balances en staan aandeelhouders machteloos. Dit is ook volgens de HR ongewenst. Aandeelhouders moeten wel degelijk een rol van betekenis spelen.

Het andere uiterste verdient echter ook niet de voorkeur. Als aandeelhouders 'zomaar' bestuurders en commissarissen weg kunnen sturen, dan kunnen zij op elk moment hun zin doordrijven. Dit kan een veel te grote wispelturigheid betekenen en daarmee onvoldoende mandaat laten voor het bestuur. Zie hier de complexiteit in corporate governance: hoe de juiste middenweg te vinden?

De worsteling van de HR en de Ondernemingskamer is dus te begrijpen. Minder begrijpelijk is waarom de HR een zeer marginalistische taakopvatting voor de rvc accepteert. De internationale praktijk heeft afgedwongen dat aandeelhouders in het geval van conflicten willen kunnen spreken met de rvc, en met name met de president-commissaris. Dit is ook verwoord in de meest recente corporate-governancecode van 2008.

De HR benadrukt de de-escalerende en objectieve rol die de rvc moet vervullen. Het had geholpen als hij hieraan expliciet had toegevoegd dat dit onder veel omstandigheden betekent dat wel degelijk in dialoog moet worden getreden met aandeelhouders.

Het meest opvallende aan de uitspraak van de HR is echter zijn worsteling met het invoeren van beschermingsconstructies. In de eerdere zaak Rodamco North America/Westfield concludeerde de HR dat het in stelling brengen van beschermingsaandelen gerechtvaardigd was om in afwachting van de uitkomst van nader overleg de status-quo te kunnen handhaven. Dus tijdelijk. In de huidige uitspraak wordt dit herhaald, maar tegelijkertijd lijkt de HR open te laten dat in bepaalde gevallen bescherming voor onbepaalde tijd niet uitgesloten is.

Echte criteria worden niet gegeven, vage noties als vennootschappelijk belang of andere deelbelangen staan centraal. Is het niet beter het aandeelhoudersbelang leidend te maken, tegelijk met een grotere vrijheid voor ondernemingen om zich te beschermen? Anders blijft corporate governance in Nederland een juridisch steekspel zonder voorspelbaarheid.

Arnoud W.A. Boot is hoogleraar economie aan de UvA.