

## 2 Beschouwing bij de adviesaanvraag

In paragraaf 2.1 formuleert de raad uitgangspunten die hij in dit advies hanteert. Hierna besteedt hij aandacht aan de positie van werknemers in bestaande medezeggenschapsregelingen (paragraaf 2.2). Vervolgens gaat de raad, mede aan de hand van de resultaten van externe onderzoeken, in op de kern van de vraagstelling van het kabinet (paragraaf 2.3).

### 2.1 Uitgangspunten bij de advisering

#### *Advisering in aanvulling op het advies van de commissie-Frijns*

Voor de beantwoording van de adviesaanvraag is relevant dat de commissie-Frijns op 30 mei 2007 advies heeft uitgebracht over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Nederlandse Corporate Governance Code (Code Tabaksblat). Blijkens de kabinetsreactie op het advies van de commissie-Frijns kan het kabinet zich vinden in haar aanbevelingen en neemt het deze grotendeels over<sup>1</sup>. Het kabinet vraagt de SER, *in aanvulling* op het advies van de commissie-Frijns, te verkennen of er behoefte is aan versterking van de positie van werknemers in relatie tot die van andere organen en stakeholders in de vennootschap/onderneming.

#### *Begrippen*

De raad constateert dat de adviesaanvraag spreekt over versterking van de positie van werknemers in de *onderneming* en over versterking van hun positie in de *vennootschap*, zonder dat daartussen onderscheid wordt gemaakt. De raad zal dat onderscheid in dit advies wel maken (zie kader).

#### Onderneming, vennootschap, beursvennootschap

Onderneming is: “elk in de maatschappij als zelfstandige eenheid optredend organisatorisch verband waarin krachtens arbeidsovereenkomst of krachtens publiekrechtelijke aanstelling arbeid wordt verricht” (artikel 1 Wet op de ondernemingsraden (WOR)). Voor ondernemingen waar ten minste 50 personen werkzaam zijn, is instelling van een OR verplicht. De WOR kent aan de werknemers in de onderneming medezeggenschap toe ten aanzien van aangelegenheden de onderneming betreffende. De ‘onderneming’ dient te worden onderscheiden

1 Kabinetsvisie *Corporate governance, hedgefondsen en private equity*, Tweede Kamer, vergaderjaar 2006-2007, 31 083, nr. 1, p. 3. Het kabinet heeft op 3 januari 2008 ter consultatie van belanghebbenden een concept voor een wetsvoorstel corporate governance gepubliceerd op de website van het ministerie van Financiën ([www.minfin.nl](http://www.minfin.nl)). Het conceptwetsvoorstel bevat voorstellen met betrekking tot de drempel voor melding van zeggenschap, een regeling voor melding van intenties van aandeelhouders, een regeling voor de identificatie van aandeelhouders en de communicatie tussen aandeelhouders en onderneming en indirect tussen aandeelhouders onderling en voor de drempel voor het agenderingsrecht.

van de ‘ondernemer’. Volgens de WOR is de ondernemer: “de natuurlijke persoon of de rechtspersoon die een onderneming in stand houdt”. De ondernemer die de onderneming in stand houdt kan een vennootschap zijn. Een (naamloze of besloten) vennootschap kan een enkelvoudige, zelfstandige vennootschap zijn of deel uitmaken van een concern en als zodanig ‘dochtermaatschappij’ zijn of als ‘moedermaatschappij’ (holding) aan het hoofd staan van het concern. Het concern kan zijn activiteiten uitsluitend in Nederland uitoefenen, dan wel mede buiten Nederland. Een concernholding kan maar hoeft niet beursvennootschap te zijn.

### Beursgenoteerde vennootschappen

De adviesaanvraag bevat geen concrete aanduiding van de categorie vennootschappen waarop de vraagstelling en de voorgelegde opties betrekking hebben. Wel legt het kabinet een relatie met fenomenen als hedgefondsen en private equity-partijen en (zeer nadrukkelijk) met het advies van de commissie-Frijns dat zich richt op beursgenoteerde naamloze vennootschappen, opgericht naar Nederlands recht.

### Structuurvennootschappen

Op grond van de structuurregeling zijn vennootschappen die voldoen aan door de wet gestelde groottecriteria<sup>a</sup> verplicht een afzonderlijke raad van commissarissen (RvC) in te stellen aan wie de wet in het kader van zijn toezichhoudende taak bepaalde bevoegdheden toekent<sup>b</sup>. Een beursvennootschap kán maar hoeft niet tevens structuurvennootschap te zijn.

a Een vennootschap is volgens deze wettelijke criteria groot indien zij een eigen vermogen heeft van ten minste € 16 miljoen, zij zelf of een dochter krachtens wettelijke verplichting een OR heeft ingesteld en bij de vennootschap en haar dochters samen in de regel ten minste 100 werknemers in Nederland werkzaam zijn (artikel 2:153 lid 2 BW).

b Onder de AEX-vennootschappen is 13 procent structuurvennootschap (3 van de 23 vennootschappen, namelijk ASML, KPN en TNT. Onder de AMX-vennootschappen bedraagt dit percentage 32 (7 van de 22 vennootschappen) en onder de AScX-vennootschappen 43 (10 van de 23 vennootschappen). Hierbij is uitgegaan van de samenstelling van de indices in januari 2008. Van de overige, niet in de indices opgenomen, beursgenoteerde vennootschappen is 70 tot 75 procent structuurvennootschap.

Gezien het verzoek van het kabinet aan de SER om te adviseren in aanvulling op het advies van de commissie-Frijns, richt de raad zijn aandacht op de ter beurze genoteerde naamloze vennootschap. Niet-beursgenoteerde vennootschappen worden op een aantal plaatsen in dit advies mede in aanmerking genomen waar het maken van onderscheid in het licht van de adviesaanvraag en gegeven de aard van de materie niet gerechtvaardigd is.

Bij de beursvennootschap kán het gaan om een enkelvoudige vennootschap. Veelal zal het gaan om een vennootschap die als holding aan het hoofd staat van een concern, al dan niet met activiteiten mede in het buitenland. Indien de vennootschap zelf, respectie-

velijk het concern waarvan zij holding is haar activiteiten mede in het buitenland uitoefent, wordt zij in dit advies veelal aangeduid als *internationale* beursvennootschap.

#### *Visie op de onderneming als samenwerkingsverband*

De raad ziet de onderneming als een langetermijnsamenwerkingsverband van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. De belanghebbenden zijn de groepen en individuen die (direct of indirect) het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of erdoor worden beïnvloed. Het bestuur en de RvC hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van de diverse belangen, doorgaans primair gericht op de continuïteit van de onderneming. Deze keuze voor het stakeholdermodel wordt in ons land breed gedragen: niet alleen door de SER<sup>2</sup>, maar ook door de commissie-Tabaksblat die de Nederlandse Corporate Governance Code opstelde, door de commissie-Frijns die adviseert over de toepassing van de Code, en door het kabinet<sup>3</sup>.

Een van de voorwaarden voor het goed functioneren van een stakeholdermodel is het handhaven van een zeker evenwicht in zeggenschapsverhoudingen en beïnvloedingsmogelijkheden tussen de verschillende belanghebbenden bij de onderneming. Werknemers en aandeelhouders hebben gemeen dat zij elk worden gerekend tot de primaire belanghebbenden in de onderneming, in die zin dat hun positie een verankering vindt in de onderneming zelf. Dit ligt anders voor stakeholders die een externe binding met de onderneming hebben, zoals afnemers, leveranciers en overheden. De verantwoordelijkheid voor de afweging van de verschillende belangen, gericht op het waardescheppende vermogen van de onderneming op lange termijn (zie kader), ligt bij het bestuur en bij de raad van commissarissen.

#### De ondernemingsdoelstelling en de verschillende stakeholders

Ondernemingen scheppen waarde door schaarse middelen (inputs) op een efficiënte wijze om te zetten in producten (goederen en diensten) die door anderen worden afgenomen. In financieel-economische termen bestaat de waardecreatie uit het verschil tussen de kosten van de ‘inputs’ en de inkomsten uit de verkoop van ‘outputs’. De waarde van de onderneming is gelijk aan de langetermijnmarktwaarde van de verwachte opbrengstenstroom. Door maximalisatie van de waarde van de onderneming wordt ook maximale langetermijn-aandeelhouderswaarde gecreëerd en omgekeerd vormt de langetermijn-aandeelhouderswaarde een belangrijke determinant voor de waarde van de onderneming (de focus van de Code Tabaksblat). Bij afwezigheid van monopolies en externe effecten leidt

- 
- 2 SER (2000) *Advies De winst van waarden*, publicatiernr. 00/11, Den Haag, pp. 10-17; SER (2001) *Advies Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling*, publicatiernr. 01/02, Den Haag, pp. 49-50.
- 3 Kabinetvisie *Corporate governance, hedgefondsen en private equity*, Tweede Kamer, vergaderjaar 2006-2007, 31 083, nr. 1, p. 3.

langetermijn-waardemaximalisatie door de onderneming tevens tot een maximale bijdrage aan de maatschappelijke welvaart (de insteek van de SER).

- Bronnen: Jensen, Michael C. (2001) Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14 nr. 3, 2001, pp. 8-21; SER (2000) *Advies De winst van waarden*, publicatienr. 00/11, Den Haag.

### *Vestigingsklimaat en uitgangspunten voor territorialiteit en legitimiteit*

De raad stelt vast dat de Nederlandse economie sterk afhankelijk is van internationale investeringen en grensoverschrijdende samenwerking tussen en binnen ondernemingen.

In het verlengde daarvan stelt hij vast dat een stelsel van ondernemingsrecht en corporate governance dat Nederland als vestigingsland in internationaal verband aantrekkelijk doet zijn, in het belang is van alle bij het samenwerkingsverband betrokken partijen.

Voorts onderschrijft de raad met betrekking tot de medezeggenschap van werknemers de uitgangspunten van territorialiteit en legitimiteit. Het uitgangspunt van territorialiteit houdt in dat de Nederlandse wetgeving beperkt is tot het Nederlandse grondgebied. Het uitgangspunt van legitimiteit houdt in dat het recht van Nederlandse medezeggenschapsorganen ten aanzien van het internationale concernbeleid beperkt wordt door hun tot de werknemers in Nederland beperkte representativiteit.

## 2.2 De positie van werknemers

### 2.2.1 Medezeggenschapsregelingen

Voor het ‘meewegen van de belangen van werknemers bij de besluitvorming in en over Nederlandse ondernemingen’, zijn met name de medezeggenschapsregelingen in de WOR en de SER-Fusiegedragsregels van belang. Daarnaast kunnen andere regelingen een rol spelen.

#### Adviesrecht OR ex artikel 25 WOR

Op grond van de WOR heeft de OR adviesrecht ten aanzien van voorgenomen besluiten van de ondernemer op financieel-economisch terrein (artikel 25 WOR). Daarbij gaat het onder meer om voorgenomen besluiten tot:

- overdracht van de zeggenschap over de onderneming of een onderdeel daarvan;
- het vestigen, overnemen of afstoten van zeggenschap over een andere onderneming;
- het aangaan van of aanbrenge van een belangrijke wijziging in, of het verbreken van duurzame samenwerking met een andere onderneming;

- het doen van een belangrijke investering ten behoeve van de onderneming;
- het aantrekken van een belangrijk krediet ten behoeve van de onderneming;
- het verstrekken van een belangrijk krediet en het stellen van zekerheid voor belangrijke schulden van een andere ondernemer, tenzij dit geschiedt in de normale uitoefening van werkzaamheden in de onderneming.

De ondernemer moet het advies op een zodanig tijdstip vragen dat het van wezenlijke invloed kan zijn op het te nemen besluit.

Het beroepsrecht van artikel 26 WOR vormt een belangrijke aanvulling op het adviesrecht. De OR kan beroep instellen bij de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam (hierna ook: de OK) als het besluit van de ondernemer niet in overeenstemming is met het advies van de OR. Op verzoek van de OR kan de OK tijdens de procedure onmiddellijke voorzieningen treffen (zie ook bijlage 2).

De SER-Fusiegedragsregels bevatten voorschriften die fusiepartijen jegens vakorganisaties in acht moeten nemen. Op grond van de Fusiegedragsregels dienen fusiepartijen voordat zij over de totstandkoming van een fusie een openbare mededeling doen, de in de gedragsregels aangewezen verenigingen van werknemers van de inhoud daarvan in kennis te stellen.

Daarnaast dienen zij, voordat zij overeenstemming bereiken over een fusie, aan de vakorganisaties kennis te geven van de voorbereiding van de fusie, aan hen bepaalde informatie te verstrekken en hen in de gelegenheid te stellen hun oordeel te geven over de in voorbereiding zijnde fusie.

Fusiepartijen dienen aan de verplichtingen die de Fusiegedragsregels aan hen opleggen op zodanige wijze uitvoering te geven dat het oordeel van de vakorganisaties van wezenlijke invloed kan zijn op het al dan niet tot stand komen van de fusie en op de modaliteiten ervan (zie bijlagen 2 en 3).

Wat de bevoegdheden van de OR betreft, is verder de structuurregeling van belang.

### Structuurregeling

Vennootschappen die onderworpen zijn aan de structuurregeling (zie paragraaf 2.1) zijn verplicht een afzonderlijke RvC in te stellen. Aan de RvC van de structuurvennootschap komen, vergeleken met de RvC van de 'gewone' vennootschap, belangrijke bevoegdheden toe ten aanzien van het bestuursbeleid en de koers van de onderneming. Hierbij gaat het voornamelijk om goedkeuring van bepaalde belangrijke bestuursbesluiten<sup>a</sup> en – bij vennootschappen waarop het volledige structuurregime van toepassing is – om de benoeming en het ontslag van bestuurders<sup>b</sup>. Op grond van de structuurregeling kunnen de AvA en de OR aan de RvC personen aanbevelen om als commissaris te worden voorgedragen. Voor (ten hoogste) een derde van het aantal leden van de RvC geldt dat de RvC

een door de OR aanbevolen persoon op de voordracht plaatst, tenzij de RvC bezwaar maakt tegen de aanbeveling op grond van de verwachting dat de aanbevolen persoon ongeschikt zal zijn voor de vervulling van de taak van commissaris of dat de RvC bij benoeming overeenkomstig de aanbeveling niet naar behoren zal zijn samengesteld. De AvA kan de voordracht van de RvC afwijzen bij volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigende ten minste 1/3 van het geplaatste kapitaal (zie ook paragraaf 5.4.2).

- a Tot de aan goedkeuring van de RvC onderworpen bestuursbesluiten behoren onder meer grote investeringen, voorstellen tot statutenwijziging of ontbinding van de vennootschap, aanvragen van faillissement en surseance en voorgenomen ontslag of ingrijpende wijziging van de arbeidsomstandigheden van een aanmerkelijk aantal werknemers van de vennootschap of een afhankelijke maatschappij.
- b Bij vennootschappen die als dochter deel uitmaken van een internationaal concernverband blijft de bevoegdheid tot benoeming en ontslag van bestuurders berusten bij de AvA. Dit voorkomt verstoring van de eenheid van beleid binnen zulke concerns, doordat de moeder-vennootschap (AvA) bevoegd blijft het bestuur van de structuur-dochtervennootschap te benoemen.

Ook het enquêterecht is in dit verband van belang. Een vakbond kan, bij gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid, een enquêteverzoek indienen bij de Ondernemingskamer<sup>4</sup>, mits zij in de onderneming van de rechtspersoon werkzame personen onder haar leden telt, ten minste twee jaar volledige rechtsbevoegdheid bezit en krachtens haar statuten ten doel heeft de belangen van haar leden als werknemers te behartigen en als zodanig in de bedrijfstak of onderneming werkzaam is<sup>5</sup>.

Daarnaast kent de wet de advocaat-generaal bij het Gerechtshof te Amsterdam de bevoegdheid toe om om redenen van openbaar belang een verzoek tot een enquête in te dienen<sup>6</sup>.

Voor het geval een Nederlandse onderneming als moeder of dochter deel uitmaakt van een concern met een communautaire dimensie, kan de positie van de werknemers in de besluitvorming in en over de Nederlandse onderneming mede zijn bepaald door een arrangement voor grensoverschrijdende medezeggenschap dat is getroffen ingevolge de Wet op de Europese ondernemingsraden (WEOR). De ondernemingsraad van een Nederlandse dochteronderneming of vestiging is dan via dit arrangement betrokken bij de

4 Zie over het enquêterecht ook hierna hoofdstuk 4.

5 Een vakvereniging is in haar verzoek tot het instellen van een enquête niet ontvankelijk als zij niet eerst de bevoegde OR in staat heeft gesteld van zijn gevoelen te doen blijken (artikel 2:349 lid 1 BW).

6 In het verzoek van de AG bij het Gerechtshof te Amsterdam dat leidde tot de beschikking van de OK van 8 oktober 1987, NJ 1989, 270, speelde een grote rol de wens op te komen voor werknemersbelangen. Dat het openbaar belang die belangen mede omvat, blijkt uit de beschikking van de OK in die zaak. De OK overwoog dat de omstandigheid dat een vennootschap financieel in een uitzichtloze positie is komen te verkeren en het feit dat de arbeidsverhoudingen zo ernstig verstoord zijn dat een onderneming waarin 27 chauffeurs werkzaam zijn al geruime tijd in feite stuurloos en onbestuurbaar is, op zichzelf en tezamen redenen van openbaar belang vormen.

samenstelling van de EOR die medezeggenschap uitoefent op het niveau van de communautaire onderneming.

Tot slot wordt er hier op geattendeerd dat ondernemer en OR afspraken kunnen maken over de praktische invulling van de medezeggenschap en over uitbreiding van de in de WOR aan de OR toegekende bevoegdheden (ondernemingsovereenkomst op basis van artikel 32 WOR). De afspraken kunnen ingevolge artikel 32 WOR niets afdoen aan de wettelijke bevoegdheden van de OR, maar dienen tot in- en aanvulling daarvan, toegespitst op de omstandigheden van de desbetreffende onderneming<sup>7</sup>.

### 2.2.2 *Concerndimensie; internationale dimensie*

Zoals aangegeven in paragraaf 2.1 richt de raad zich in dit advies primair op de beursgenoteerde naamloze vennootschap. Die beursvennootschap kan een enkelvoudige vennootschap zijn, maar kan ook als holding aan het hoofd staan van een concern. Hierbij kan het gaan om een uitsluitend in Nederland opererende beursvennootschap/concern dan wel om een mede in het buitenland opererende beursvennootschap/concern. Indien de beursvennootschap holding is van een (al dan niet internationaal) opererend concern, heeft dit implicaties voor de medezeggenschap via OR en vakbonden. In dat verband is het volgende van belang. Drie aspecten kunnen worden onderscheiden.

#### *– a. De (internationale) holding en de WOR / OR*

De beursgenoteerde – al dan niet internationale – holding voldoet veelal zelf niet aan het criterium van vijftig werknemers dat de WOR stelt voor verplichte instelling van een OR en heeft meestal zelf geen OR (of COR). Op het niveau van de holding is er in dat geval geen medezeggenschapsorgaan aan wie medezeggenschapsrechten op grond van de WOR toekomen ten aanzien van de onderneming van de holdingvennootschap. De medezeggenschapsorganen fungeren in dat geval veelal op een ander (lager) niveau, namelijk bij de Nederlandse subholding of werkmaatschappij. Wordt die subholding of een werkmaatschappij aangewezen als ‘ondernemer’ voor de COR, dan heeft de COR geen aanspraak op bemoeienis met het (internationale) concernbeleid<sup>8</sup>.

De subholding of werkmaatschappij waarbij een COR, GOR of OR is ingesteld, is zelf verantwoordelijk voor de implementatie van het concernbeleid middels door haar zelf te nemen besluiten. Omtrent deze besluiten kan de OR van de dochter ten volle zijn bevoegdheden uitoefenen.

7 Artikel 32 WOR bevat de mogelijkheid dat bij cao of bij een regeling van arbeidsvoorwaarden vastgesteld door een publiekrechtelijk orgaan aan de OR verdere bevoegdheden dan de in de WOR genoemde worden toegekend. Voorts kunnen bij schriftelijke overeenkomst tussen de ondernemer en de OR aan de OR meer bevoegdheden dan de in de WOR genoemde worden toegekend en kunnen aanvullende voorschriften over de toepassing van het bij of krachtens de WOR bepaalde worden gegeven.

8 In dit advies dient onder COR, afhankelijk van de inrichting van de medezeggenschap binnen het concern, tevens te worden begrepen de OR of de GOR die fungeert als hoogste medezeggenschapsorgaan binnen het concern.

Daarnaast is, voor zover besluiten van de holding tot gelding komen op het niveau van een dochter, in de rechtspraak erkend dat onder omstandigheden via toerekening en medeondernemerschap aan de OR van de dochter adviesrecht toekomt ten aanzien van besluiten van de moeder (holding)<sup>9</sup>.

Ten slotte is van belang dat de COR betrokken kan zijn bij een op grond van de WEOR getroffen arrangement voor medezeggenschap in ondernemingen en concerns met een communautaire dimensie en zo indirect betrokken kan zijn bij informatie en raadpleging op EU-niveau over sommige aspecten van het concernbeleid voor zover dat bedrijfsactiviteiten in twee of meer EU-lidstaten betreft.

– b. *De internationale holding en de structuurregeling*

Bij de introductie van de structuurregeling in 1971 is voorzien in een systeem van vrijstellingen. Dit stelt internationaal werkzame ondernemingen in staat de werking van de structuurregeling te beperken tot de Nederlandse rechtssfeer. Daarmee wordt erkend dat het uitgangspunt van territorialiteit meebrengt dat de Nederlandse wetgeving beperkt is tot het Nederlandse grondgebied. Een in Nederland gevestigde internationale holding is vrijgesteld van toepassing van de structuurregeling mits de meerderheid van de werknemers in dienst van die holding en de groep waartoe zij behoort, in het buitenland werkzaam is. De wetgever heeft – in navolging van de SER – gemeend dat in deze situatie de OR die de Nederlands werknemers vertegenwoordigt, onvoldoende is gelegitimeerd om te spreken namens de werknemers van het concern<sup>10</sup>.

– c. *De (internationale) concerndimensie en de positie van vakbonden*

De vakbonden kunnen jegens de onderneming, respectievelijk jegens de vennootschap bevoegdheden doen gelden op grond van de *SER-Fusiegedragsregels* en het *enquêterecht*. De *Fusiegedragsregels* omschrijven nauwkeurig in welke gevallen deze regels ten opzichte van een vakbond in acht moeten worden genomen. Eén van de criteria is dat de vakbond leden moet hebben in “een bij de fusie betrokken in Nederland gevestigde onderneming”<sup>11</sup>. De *Fusiegedragsregels* zijn van toepassing als bij de fusie ten minste één in Nederland gevestigde onderneming met vijftig of meer werknemers is betrokken dan wel een bij de fusie betrokken onderneming deel uitmaakt van een samenstel van ondernemingen en in de daartoe behorende in Nederland gevestigde ondernemingen tezamen in de regel vijftig of meer werknemers werkzaam zijn. De regels zijn niet van toepassing als de fusie niet tot de Nederlandse rechtssfeer behoort<sup>12</sup>. De toepasselijkheid van de *Fusiegedragsregels*

9 Besluiten op het niveau van een internationale holding met gevolgen voor (vooral) de onderneming(en) in Nederland, komen dan weer binnen het bereik van de Nederlandse OR (Kaar, R.H. van het, *Medezeggenschap en internationalisering*, *Arbeid Integraal*, themanummer Europees arbeidsrecht, 2007, pp. 113-119).

10 SER (2001) Advies *Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling*, publicatienr. 01/02, Den Haag, p. 31.

11 Het kan dus gaan om een grote kring van ondernemingen: een onderneming van de bieder, een onderneming van de doelvennootschap of van een dochtervennootschap. Indien een vakbond ergens in de kring van de bij de fusie betrokken ondernemingen leden heeft, dienen ten opzichte van die vakbond de *Fusiegedragsregels* in acht te worden genomen.

12 Zie de artikelen 2 lid 1 en 2 lid 3, aanhef en sub d *SER-Fusiegedragsregels* 2000.

op overname door een Nederlandse onderneming van een buitenlandse onderneming is afhankelijk van de gevolgen die van een dergelijke transactie in redelijkheid moeten worden verwacht voor de in Nederland werkzame werknemers van de overnemer. Op een fusie tussen twee buitenlandse ondernemingen zijn de Fusiegedragsregels alleen dan van toepassing indien de fusie een of meer in Nederland gevestigde ondernemingen als voorwerp heeft.

Volgens het *enquêterecht* is tot het doen van een verzoek tot het instellen van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van de rechtspersoon – onder meer – bevoegd een vereniging van werknemers die in de onderneming van de rechtspersoon werkzame personen onder haar leden telt. Bij het enquêterecht kan dit ertoe leiden dat een vakbond geen enquêteverzoek kan doen ten aanzien van de (internationale) beursvennootschap, namelijk wanneer deze vennootschap zelf geen onderneming in stand houdt dan wel een onderneming in standhoudt onder wier werknemers de vakbond geen leden heeft.

## 2.3 Kern van de adviesaanvraag

In deze paragraaf bespreekt de raad de kern van de vraagstelling van het kabinet, namelijk de vraag “of de positie van werknemers in de onderneming versterking behoeft en hoe dit gerealiseerd kan worden, zodanig dat de belangen van werknemers voldoende worden meegewogen bij de besluitvorming in en over Nederlandse ondernemingen”. De raad heeft hierbij in aanmerking genomen zowel de onderzoeksrapportages die op zijn verzoek zijn ingebracht als de uitkomsten van de externe consultatie. Zie de bij dit advies behorende publicatie *Externe consultatie en (onderzoeks) rapportages (08/01A)*.

### *Stelsel van medezeggenschapsregelingen*

Het geheel van Nederlandse regelingen voor medezeggenschap is in vergelijking met regelingen voor medezeggenschapsrechten in een aantal omringende landen substantieel. Zo concludeert Van het Kaar dat de medezeggenschapsregelingen in Nederland, zeker in hun onderlinge samenhang bezien, in vergelijking met andere landen in de EER als ‘sterk’ kunnen worden beschouwd.

In het verlengde van deze conclusie van Van het Kaar stelt Winter:

*Voor zover het gevoel bestaat dat Nederland kwetsbaarder is dan andere landen voor sprinkhanengedrag van aandeelhouders, dan is de oorzaak daarvan niet gelegen in het relatief zwakke karakter van de Nederlandse medezeggenschapsregelingen vergeleken met die in het buitenland. Mijn stelling is juist dat die medezeggenschapsregelingen in Nederland aanmerkelijk meer bescherming bieden aan de positie van werknemers dan elders. Als er een zorg is over het effect van de Nederlandse medezeggenschapsregelingen in de praktijk, dan moet die zorg zich met name richten op de wijze waarop ondernemingsraden en vakbonden al dan niet gebruik maken van de hun toekomende rechten.*

Van het Kaar signaleert evenwel dat het open en sterk internationale karakter van de Nederlandse economie de mogelijkheden voor Nederlandse werknemersvertegenwoordigers om op het hoogste niveau invloed uit te oefenen, beperkt. Hij zegt daarover:

*(...) dat in grote Nederlandse internationals het hoogste niveau inmiddels buiten bereik is geraakt van zowel de ondernemingsraad als de raad van commissarissen. (...) Het internationale, open karakter van de Nederlandse economie vormt de achtergrond van de uitzonderingsbepaling voor internationale holdings in de structuurregeling, en het laten 'degraderen' van de centrale ondernemingsraad naar het niveau van de Nederlandse subholding kan worden gerechtvaardigd door het territoriale karakter van de WOR (geen werking buiten Nederland). Gevolg is wel dat in toenemende mate strategische besluiten in grote internationale ondernemingen grotendeels aan de invloed van Nederlandse werknemers(vertegenwoordigers) zijn onttrokken. Daar staat maar in beperkte mate compensatie tegenover in de (beperkte) rechten van de Europese ondernemingsraad.*

De raad onderschrijft in essentie de waarneming van Winter en Van het Kaar dat ondernemingsraden en vakbonden in het Nederlandse medezeggenschapsrecht adequate middelen vinden om (strategische) besluiten van ondernemingen, waaronder besluiten omtrent fusie en overname en (financiële) herstructurering, te beïnvloeden en – in extreme situaties – zo nodig door rechterlijk ingrijpen te doen redresseren<sup>13</sup>. Voor een fundamentele herziening van de Nederlandse medezeggenschapsregelingen is dan ook naar het oordeel van de raad thans geen aanleiding. In hoofdstuk 5 zal hij niettemin een aanvulling van de desbetreffende regelingen aanbevelen. Ook zal de raad daar opnieuw aanbevelen dat de in 2004 gewijzigde structuurregeling zal worden geëvalueerd. De evaluatie kan tot nieuwe inzichten leiden.

Tegelijkertijd kan worden vastgesteld dat, voor zover belangrijke besluiten worden genomen op internationaal concernniveau, deze zich deels aan het bereik van de Nederlandse medezeggenschapsregelingen onttrekken. Binnen de raad bestaat verschil van mening over de mate waarin dat het geval is en in hoeverre dit problematisch is te achten.

Een deel van de raad<sup>14</sup> acht het beperkte bereik van de Nederlandse medezeggenschapsregelingen problematisch. De voortschrijdende internationalisering van het bedrijfsleven heeft tot gevolg dat een toenemend aantal (Nederlandse) ondernemingen deel uitmaakt van een internationaal concern. Het ten aanzien van die ondernemingen gevoerde beleid wordt in belangrijke mate geconditioneerd door op internationaal concernniveau vastgestelde beleidslijnen en genomen strategische besluiten. Het recht van werknemers op medezeggenschap zoals het in de wetgeving van de afzonderlijke landen gestalte heeft gekregen, zou

13 De onderzoekers merken in dit verband op dat ondernemingsraden en vakbonden deze wettelijke middelen niet ten volle benutten. Zij analyseren echter niet om welke redenen of door welke oorzaken ondernemingsraden en vakbonden afzien van of niet toekomen aan het gebruik van die middelen dan wel er de voorkeur aan geven andere dan wettelijke middelen te bezigen om invloed op de besluitvorming uit te oefenen.

14 Bestaande uit de werknemersleden en de kroonleden Bovens, Goudswaard, Van der Heijden, Vliegthart en Wilke.

vergaand worden uitgehold als het niet voldoende op deze realiteit wordt toegesneden en met arrangementen voor internationale medezeggenschap wordt aangevuld. Dit raadsdeel is daarom van mening dat de Nederlandse wetgever en de Europese wetgever de gevolgen van de internationalisering van ondernemingen voor de medezeggenschap van werknemers door daartoe strekkende maatregelen moeten ondervangen. Het acht zowel ten aanzien van medezeggenschap in de onderneming (ondernemingsrechtelijke medezeggenschap) als ten aanzien van de medezeggenschap van werknemers bij de inrichting van bestuur en toezicht van vennootschappen (vennootschappelijke medezeggenschap) verdere internationalisering wenselijk.

Ten aanzien van de regelgeving op EU-niveau is dit raadsdeel van mening dat de regering zich moet inzetten voor een verbetering van de grensoverschrijdende arrangementen voor informatie en raadpleging van werknemers, en wel door aanscherping van de EOR-richtlijn. De rol van de EOR met betrekking tot belangrijke wijzigingen in de strategie van en de zeggenschap over de ‘communautaire’ onderneming behoeft versterking (zie verder paragraaf 5.3).

Voorts zou de regering moeten bevorderen dat in het kader van EU-regelgeving ter facilitering van grensoverschrijdende vennootschappelijke herstructurerings, zoals zetelverplaatsing van vennootschappen, voorzieningen worden getroffen ter voorkoming van uitholling van nationale arrangementen van vennootschappelijke medezeggenschap<sup>15</sup>. Op de derde plaats zou de regering zich er sterk voor moeten maken dat op EU-niveau voor beursgenoteerde vennootschappen en/of vennootschappen die voldoen aan nader te bepalen omvangcriteria en die zijn opgericht naar het recht van een van de lidstaten van de EU, een basisregeling betreffende vennootschappelijke medezeggenschap tot stand komt. Die regeling zou mede moeten voorzien in grensoverschrijdende arrangementen voor vennootschappelijke medezeggenschap in ondernemingen en concerns met een communautaire dimensie. In dit verband is relevant dat verscheidene lidstaten<sup>16</sup> – onderling uiteenlopende – regelingen betreffende vennootschappelijke medezeggenschap kennen, maar ook dat dergelijke regelingen in andere lidstaten ontbreken. In het verleden door de instellingen van de EU ondernomen pogingen om in het kader van de harmonisatie van het vennootschapsrecht een dergelijke basisregeling voor naamloze vennootschappen (van zekere omvang) tot stand te brengen<sup>17</sup>, zijn destijds gestrand op verdeeldheid van de lidstaten over de wenselijkheid van deze vorm van medezeggenschap. Dientengevolge is er thans geen gemeenschappelijke basis waarop vennootschappelijke

15 Hiermee is al een begin gemaakt door Richtlijn 2001/86/EG tot aanvulling van het statuut van de Europese vennootschap met betrekking tot de rol van de werknemers (voor Nederland uitgevoerd in de Wet rol van werknemers bij de Europese vennootschap, *Staatsblad* 2005, 166) en artikel 14 van Richtlijn 2005/56/EG betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen (uitvoeringswet nog aanhangig bij de Eerste Kamer, wetsvoorstel 30 929).

16 Onder meer: Zweden, Denemarken, Finland, Tsjechië, Slowaakse Republiek, Nederland, Hongarije, Duitsland, Slovenië, Oostenrijk en Luxemburg; zie: <http://www.seeurope-network.org/homepages/seeurope/countries.html>.

17 Voorstel van een Richtlijn betreffende de structuur van naamloze vennootschappen en de bevoegdheden van haar organen (Vijfde Richtlijn), 1975. Gewijzigd voorstel: 1983.

medezeggenschap in ‘communautaire’ ondernemingen en concerns zou kunnen worden gestoeld. Het hier aan het woord zijnde raadsdeel is van oordeel dat het debat in de EU over harmonisatie van de bestuurlijke inrichting van naamloze vennootschappen en de rol van werknemers daarbij moet worden heropend.

Naar de mening van het hier aan het woord zijnde raadsdeel kan de Nederlandse wetgever ook zelf, onafhankelijk van regelgeving op EU-niveau, inspelen op de gevolgen van de internationalisering van ondernemingen voor de medezeggenschap van werknemers. De wetgever zou ten aanzien van moedervenootschappen van internationale concerns kunnen bevorderen dat zij vrijwillig kiezen voor toepassing van een grensoverschrijdende vorm van vennootschappelijke medezeggenschap. Daartoe zou een wettelijke regeling voor contractuele vormen van grensoverschrijdende vennootschappelijke medezeggenschap moeten worden overwogen.

Aan de vrijwillige invoering van een dergelijk contractueel arrangement op het niveau van de moeder zou het rechtsgevolg kunnen worden verbonden dat de in Nederland gevestigde dochters, voor zover zij voldoen aan de criteria voor verplichte toepassing van het structuurregime, volledig van de toepassing daarvan zijn vrijgesteld.

Daarnaast is er reden om in het kader van de komende evaluatie van de in 2004 gewijzigde structuurregeling specifiek aandacht te besteden aan de toepassing ervan op in Nederland gevestigde dochtervennootschappen van internationale concerns. De vraag moet onder ogen worden gezien of de door die regeling beoogde vennootschappelijke medezeggenschap bij deze vennootschappen met voldoende waarborgen – mede in het belang van voldoende onafhankelijk toezicht – is omkleed, gegeven de omstandigheid dat de in het kader van die regeling aan de AvA toekomende bevoegdheden feitelijk worden uitgeoefend door de moedervernootschap.

**Een ander deel van de raad**<sup>18</sup> is van oordeel dat internationalisering geen medezeggenschapsprobleem voor werknemers in Nederland oplevert dat redressering behoeft. De voorstellen ter zake wijst dit deel dan ook van de hand.

Internationale concerns ondervinden in elk land waarin zij opereren de gevolgen van de nationaal vormgegeven medezeggenschap. Internationalisering brengt met zich mee dat zij in meer landen actief zijn geworden en derhalve met meer (vormen van) nationale medezeggenschap worden geconfronteerd.

Dit deel van de raad constateert dan ook dat internationalisering er in de eerste plaats toe leidt dat meer ondernemingen (Nederlandse maar ook buitenlandse) in meer landen met uiteenlopende vormen van medezeggenschap worden geconfronteerd.

Voor de Nederlandse situatie geldt dat besluiten op internationaal concernniveau met gevolgen voor de werknemers in Nederland wel degelijk aan medezeggenschap onder-

---

18 De ondernemersleden en de kroonleden Brouwer, Van Duyne, Linschoten en Teulings. Het kroonlid Rinnooy Kan onthoudt zich van stemming.

hevig zijn. Zoals de raad in paragraaf 2.2.2 heeft beschreven, is een Nederlandse dochtervennootschap zelf verantwoordelijk voor de implementatie van het internationale concernbeleid door middel van door haar zelf te nemen besluiten. Omtrent deze besluiten kan de OR van de dochter uiteraard ten volle zijn bevoegdheden uitoefenen. Daarnaast is, voor zover besluiten van de holding tot gelding komen op het niveau van een dochter, in de rechtspraak erkend dat deze besluiten op grond van toerekening of medeondernemerschap onderworpen kunnen zijn aan medezeggenschap bij de dochter. Besluiten op internationaal concernniveau die geen gevolgen hebben voor de werknemers in Nederland, blijven terecht buiten de Nederlandse medezeggenschapsregels. Dit is het gevolg van de eerder genoemde wettelijke uitgangspunten inzake territorialiteit en legitimiteit die de voltallige raad onderschrijft. Specifiek voor situaties van fusies en overnames wijst dit deel van de raad nog op de SER-Fusiegedragsregels, die de bonden vergaande mogelijkheden geven om ook in het kader van fusies met een internationale dimensie de in het geding zijnde belangen van Nederlandse werknemers te behartigen.

Een en ander overziende concludeert dit deel van de raad dat er voor Nederlandse werknemers geen leemte bestaat in de (in Nederland uitzonderlijk goed ontwikkelde) medezeggenschap (in dit kader verstaan als het vermogen om in het kader van lopende besluitvorming de specifieke belangen van Nederlandse werknemers te behartigen)<sup>19</sup>; Van het Kaar spreekt zelfs van een toppositie. Voor een heroverweging van bestaande regelingen bestaat derhalve geen enkele aanleiding.

De voorstellen van het voorgaande deel van de raad voor nieuwe initiatieven voor versterking van medezeggenschap zijn behalve niet noodzakelijk, ook allerm minst gewenst. De voorgestelde nieuwe maatregelen op Europees dan wel nationaal niveau ter zake van de vennootschappelijke medezeggenschap (werknemersinvloed op de samenstelling van het interne toezicht)<sup>20</sup> zullen zeer negatief uitwerken op de concurrentiepositie van Nederland als vestigingsplaats van hoofdkantoren van internationale concerns. Dit staat haaks op de ook in dit advies uitgesproken wenselijkheid van een stelsel van corporate governance dat Nederland als vestigingsland aantrekkelijk houdt, wat in het belang is van alle betrokken partijen. Het aantrekken en behouden van hoofdkantoren van internationale concerns werkt zonder meer gunstig uit op onze welvaart en werkgelegenheid. Nederland concurreert op dit gebied niet zozeer met enkele in het kader van het medezeggenschapsdebat wel als voorbeeld opgevoerde landen als Duitsland of Zweden, maar met andere landen binnen en buiten de EU die zich op het aantrekken en het behoud van die hoofdkantoren en de daarmee verbonden werkgelegenheid toelagen. De bestaande regelingen op onder meer het terrein van de medezeggenschap hebben die realiteit steeds tot uitgangspunt genomen. Nederlandse initiatieven om vennootschappelijke medezeggenschap op internationaal concernniveau in Europese regelgeving te veran-

19 Dus: nog los van de mogelijkheden van werknemersvertegenwoordigers om achteraf besluiten in rechte aan de kaak te stellen, waarbij die belangen zouden zijn veronachtzaamd, bijvoorbeeld op basis van het enquêterecht.

20 Ter zake van de voorgestelde aanpassing van de EOR-richtlijn wordt verwezen naar paragraaf 5.3.

keren, zullen in die globale concurrentieslag juist de positie van Nederland als vestigingsland met een naar internationale maatstaven ingericht stelsel van corporate governance ernstig verzwakken. De internationale ervaringen met vennootschappelijke medezeggenschap zijn immers niet positief: het leidt tot ineffectiviteit van het toezicht met deelfracties die opereren vanuit het eigen belang en is strijdig met het model van effectief, onafhankelijk toezicht waar in de Nederlandse context voor gekozen is. Het voorstel van het voorgaande deel van de raad voor een nationale vrijwillige toepassing van grensoverschrijdende vennootschappelijke medezeggenschap op internationaal concernniveau is daarenboven inhoudsloos: geen enkel internationaal concern zal hiervoor kiezen in het belang van effectieve corporate governance voor alle bij de onderneming betrokken stakeholders.

#### *Positie werknemers in relatie tot corporate governance-stelsel*

De raad stelt vast dat de feitelijke positie van werknemers in de onderneming uiteraard niet alleen afhankelijk is van de toegekende medezeggenschapsrechten en de wijze waarop deze worden gebruikt, maar ook van de positie en de kwaliteit van het bestuur en van de zorgvuldigheid waarmee de belangen van de verschillende stakeholders worden afgewogen. Ook werknemers hebben belang bij een corporate governance-stelsel dat het bestuur zodanig positioneert, dat het zich kan richten op langetermijn-waardeschepping ter wille van het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.

#### *Positie Nederlandse beursvennootschappen*

Ten aanzien van het ‘achterliggende’ thema – de ruimte die het bestuur van de vennootschap dient te hebben voor een behoorlijke taakuitoefening – wijst de raad erop dat in het Nederlandse stelsel van corporate governance het bestuur van de vennootschap zich bij zijn taakuitoefening dient te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (zie paragraaf 2.1). Dit veronderstelt een brede belangenafweging waarbij de belangen van – onder meer – werknemers op een evenwichtige wijze worden betrokken bij de besluitvorming in en over vennootschappen.

Naast het bestuur spelen de raad van commissarissen of, in een monistisch bestuursmodel, de met het toezicht belaste bestuurders een belangrijke rol in het waarborgen van een dergelijke belangenafweging.

In dat verband acht de raad van betekenis dat zich in de afgelopen periode belangrijke wijzigingen hebben voorgedaan in de zeggenschaps- en eigendomsstructuur van Nederlandse beursvennootschappen. Mede op advies van de raad is een wijziging van de structuurregeling doorgevoerd en zijn de zeggenschapsrechten voor aandeelhouders in beursvennootschappen uitgebreid<sup>21</sup>. Een en ander is gepaard gegaan met het terugdringen van beschermingsconstructies, meer transparantie en een betere bescherming van de positie van minderheidsaandeelhouders. Door wat de commissie-Tabaksblat aanduidt als het “recht trekken

21 SER (2001) *Advies Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling*, publicatienr. 01/02, Den Haag, pp. 79-88.

van de verhoudingen tussen de vennootschappelijke organen” (aldus de verantwoording bij de Code) kan de AvA nu in beginsel, conform principe IV.1 van de Code Tabaksblat, een meer volwaardige rol spelen in het systeem van ‘checks and balances’ in de vennootschap.

De duidelijke verbetering van de corporate governance-structuur en praktijken van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen heeft geleid tot hogere *ratings* van internationale governance instituten<sup>22</sup>. Hoewel oorzakelijk verband niet is vastgesteld, kan worden geconstateerd dat sprake is van een grotere belangstelling van buitenlandse beleggers voor Nederlandse aandelen<sup>23</sup>. Inmiddels is meer dan vier vijfde van de aandelen van AEX-fondsen in buitenlandse handen.

Deze ontwikkelingen, die gepaard zijn gegaan met een toenemende openheid, hebben de concurrentiepositie van het Nederlandse bedrijfsleven op de internationale kapitaalmarkt versterkt. Tegelijkertijd is daarmee, in combinatie met de toegenomen dynamiek op internationale markten, de kwetsbaarheid van Nederlandse vennootschappen toegenomen, zo wordt gesuggereerd in de onderzoeksrapportage van Van der Elst, De Jong en Raaijmakers<sup>24</sup>.

### Onderzoeksrapportage Van der Elst, De Jong en Raaijmakers

De onderzoekers stellen vast dat Nederland een zeer open economie heeft. Anders dan in de ons omringende landen spelen in Nederland structurele beschermingsconstructies – piramides en kruisparticipaties – slechts in incidentele gevallen een rol.

In de periode 1992-2007 is het aandeelhouderschap in Nederlandse beurs-nv's ingrijpend veranderd. Zo toont de geografische spreiding van het aandeelhouderschap sterke veranderingen. Het belang van grootaandeelhouders uit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is toegenomen. Verder is de concentratie van het aandelenbezit afgenomen. De liquiditeit – de mate waarin aandelen aan- en verkocht worden – is, ondanks een constant grootaandeelhouderschap, sinds 2002 sterk toegenomen. De toepassing van juridische constructies is afgenomen; in het bijzonder het gebruik van prioriteitsaandelen en certificering is in 2006 ten opzichte van 1992 gehalveerd. Tegelijkertijd zijn beschermingspreferente aandelen een constante en veelgebruikte bescherming tegen een ongewenste overname (in 2006: 60 procent van de fondsen).

- 
- 22 Onder andere van GovernanceMetrics International en van Heidrick & Struggles.
- 23 Buitenlands aandelenbezit in 2002: 67 procent (bron: Federation of European Securities Exchanges, *Share ownership structure in Europe 2004*, Brussel, november 2004); Buitenlands aandelenbezit in 2007: 85 procent (bron: Manifest, *Proxy Voting 2007: A Pan-European Perspective*).
- 24 De adviserende leden die de belangen van aandeelhouders vertegenwoordigen, menen dat het beeld dat de onderzoeksrapportage schetst van de relatieve kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen, op een groot aantal punten nuancering behoeft. Zij kunnen zich niet vinden in de conclusies die de raad hieraan in het vervolg van deze paragraaf verbindt. Hun zienswijze is verwoord aan het slot van deze paragraaf.

Nederlandse beurs-nv's blijven bij vergelijking sterker dan bedrijven in andere lidstaten van de EU en in de VS afhankelijk van juridische mogelijkheden om de zelfstandigheid van de NV en het door haar bestuur en RvC in haar belang gevoerde beleid en haar strategie te verdedigen tegen beïnvloeding door activistische beleggers en/of strategisch geïnteresseerde beleggers. Bijgevolg zijn zij gevoeliger voor versterking en uitbreiding van rechten van de aandeelhoudersvergadering en individuele (of groepen van) beleggers.

Volgens de onderzoekers hebben Nederlandse beurs-nv's op zich voldoende juridische middelen om te streven naar waardecreatie op lange termijn en verschillen zij in dit opzicht niet wezenlijk van ondernemingen in andere jurisdicties. Zij stellen vast dat activistische beleggers en andere kapitaalkrachtige partijen actief proberen het beleid en de strategie van beurs-nv's te beïnvloeden, bijvoorbeeld door opsplitsing en verkoop van onderdelen. Die beleggers en partijen maken daartoe actief gebruik van alle rechten en middelen die hun daartoe als aandeelhouders collectief (in en via de AvA) en individueel ter beschikking staan, waaronder het enquêterecht. Dat actieve gebruik van die rechten zet het uitgangspunt onder druk dat bestuur en RvC zelfstandig strategie en beleid vaststellen, aldus de onderzoekers.

Het vernieuwde nv-recht en de Code Tabaksblat hebben geleid tot een sterke uitbreiding van formele en materiële bevoegdheden van de AvA, waardoor de invloed van de AvA aanzienlijk is versterkt. Dat van deze bevoegdheden ook actief gebruik zou worden gemaakt, is naar het zich laat aanzien niet voorzien. Bovendien koos Nederland, in vergelijking met de VS, het VK en Duitsland, voor een zeer lage drempel en eenvoudige procedure voor agendering van onderwerpen. Activistische beleggers kunnen zelfs bij bezit van dit lage percentage al dan niet openbaar gemaakte wensen tot verandering van beleid en strategie kracht bijzetten door moties in stemming te brengen. Die zijn weliswaar niet verbindend voor bestuur en RvC, maar kunnen deze – zo is gebleken – wel verder onder druk zetten en tot overleg dwingen, ook als de voorstellen na onderzoek en overweging niet in het belang van de nv worden geoordeeld.

Belangrijker en ingrijpender is, volgens de onderzoekers, dat het gebruik van die uitgebreide collectieve en individuele rechten verder kracht kan worden bijgezet door een enquêteverzoek onder vigeur van het internationaal gezien unieke Nederlandse enquêterecht. In de huidige dynamiek van de internationale kapitaalmarkten en overnamepraktijk biedt het activistische beleggers een zeer laagdrempelig extra rechtsmiddel. Vinden hun wensen geen of niet spoedig gehoor, dan kunnen zij vooral ook met een verzoek om onmiddellijke voorzieningen langs deze weg een wijziging van beleid en strategie forceren. Het zeer open karakter van het enquêterecht blijkt, zo volgt volgens de onderzoekers uit enkele geruchtmakende zaken (ABN-Amro, Stork), te kunnen leiden tot snelle, succesvolle maar voor de betrokken nv ook onvoorspelbare ingrepen in haar beleid en strategie. Het leidt tot een onvoorziene verdere versterking van de middelen

waarmee activistische beleggers beleid en strategie van bestuur en RvC kunnen beïnvloeden, ondanks de vooropgestelde bevoegdheid en verantwoordelijkheid die deze hebben. Dat leidt in dezelfde mate ook voor bestuurders en commissarissen zelf en hun adviseurs tot onvoorspelbaarheid en onzekerheid over de vraag of en in hoeverre zij bevoegd en gehouden zijn de uitvoering van de door hen vastgestelde strategie en het beleid van de nv voort te zetten.

- Bron: Elst, C.F. van der, A. de Jong, M.J.G.C. Raaijmakers (2007) *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen*. Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER-Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur, 24 oktober 2007.

Nederlandse vennootschappen zijn dus kwetsbaarder te achten dan vennootschappen in andere onderzochte jurisdicties zoals het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Daarbij spelen factoren een rol zoals:

- het sterk gespreide en geïnternationaliseerde aandeelhouderschap;
- de onbekendheid bij de vennootschap van de identiteit van de aandeelhouders;
- een geringe betekenis van structurele economische beschermingsconstructies (piramides en kruisparticipaties);
- de sterke vermindering van juridische vormen van bescherming;
- het absentisme van aandeelhouders, waardoor de feitelijke zeggenschap van een actieve aandeelhouder veelal groter is dan zijn economische belang rechtvaardigt;
- de mogelijkheden voor aandeelhouders om, door derivaten en vergelijkbare constructies, met een beperkte investering een relatief groot stemrecht in een vennootschap te kunnen verwerven.

Hierdoor is een snelle opbouw van een aandelenbelang waarmee verregaande zeggenschap kan worden verworven, in de Nederlandse situatie relatief eenvoudig.

Uit de onderzoeksrapportages kan niet kan worden opgemaakt dat Nederlandse vennootschappen kwetsbaarder zijn dan vennootschappen elders als gevolg van het stelsel van corporate governance dat voor die Nederlandse vennootschappen geldt. De onderzoekers concluderen dat Nederlandse beurs-nv's op zich voldoende juridische middelen hebben om te streven naar waardecreatie op lange termijn en in dit opzicht niet wezenlijk verschillen van ondernemingen in andere jurisdicties. Onder meer kan de vennootschap statutair voorzien in een met passende bevoegdheden toegeruste RvC en in de eis van een gekwalificeerde meerderheid voor de besluitvorming over benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen door de AvA.

Daarbij komt dat de wet tot uitvoering van de EU-richtlijn betreffende het overnamebod het met gebruikmaking van de daartoe door die richtlijn geboden mogelijkheid aan de vennootschap overlaat te kiezen voor een meer of minder vergaande mate van juridische bescherming.

Blijkens de onderzoeksrapportage speelt tevens een rol dat het Nederlandse enquêterecht aan aandeelhouders een zeer laagdrempelig instrument biedt om ingrepen in de stra-

tegie, het beleid en de organisatie van beursvennootschappen te bewerkstelligen, ook zonder dat is komen vast te staan dat sprake is van onrechtmatig handelen van bestuur of commissarissen. De mogelijkheid voor de OK om reeds op basis van een summier onderzoek en in een procedure die niet met de gebruikelijke waarborgen is omgeven, vergaande onmiddellijke voorzieningen te treffen – die in de praktijk niet zelden een onherroepelijk karakter dragen – leidt in de praktijk tot onzekerheid. Deze onzekerheid betreft zowel de mogelijkheid om de uitvoering van de vastgestelde strategie en het beleid van de onderneming voort te zetten, als ook de dreiging van reputatie- en geldelijke schade voor de onderneming.

De raad tekent hierbij aan dat het actievare gebruik dat aandeelhouders maken van hun bevoegdheden, op zichzelf genomen (preventief) disciplinerend kan werken in de richting van het bestuur van de onderneming en het streven naar lange termijn waardecreatie ten goede kan komen<sup>25</sup>. Aandeelhoudersactivisme kan echter ook leiden tot instabiliteit van de aandeelhoudersbasis, tot concentratie op kortetermijn financiële doelen en tot een bij voortdurend ter discussie stellen van de strategie van de onderneming.

De onderneming kan de stabiliteit van de aandeelhoudersbasis mogelijk onder meer versterken door een dialoog met de eigen aandeelhouders aan te gaan en door langetermijn-aandeelhouderschap te honoreren. In dat verband hecht de raad belang aan de aanbevelingen van de commissie-Frijns en de daarop gevolgde kabinetsvisie<sup>26</sup> om (mogelijke) wettelijke belemmeringen weg te nemen voor initiatieven van ondernemingen om langetermijn-aandeelhouderschap te bevorderen<sup>27</sup>. In de literatuur<sup>28</sup> zijn in dit kader suggesties gedaan voor een loyaliteitsdividend<sup>29</sup> en differentiatie van stemrechten met de mogelijkheid van het emitteren van aandelen zonder stemrecht.

Zoals hiervoor uitvoeriger is aangegeven, zijn Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen kwetsbaarder dan vennootschappen elders, maar is dit niet het gevolg van het stelsel van corporate governance dat voor die Nederlandse vennootschappen geldt.

25 Zie: Boot, A.W.A. en K. Cools (2007) *Private equity en activistische aandeelhouders: Bestuur onder vuur*, in: *Private Equity en Aandeelhoudersactivisme*, preadviezen Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007, onder redactie van S.C.W. Eijffinger en C.G. Koedijk.

26 Kabinetsvisie *Corporate governance, hedgefondsen en private equity*, Tweede Kamer, vergaderjaar 2006-2007, 31 083, nr. 1.

27 Overigens constateert de raad dat het voorontwerp voor een wetsvoorstel corporate governance dat het ministerie van Financiën op haar website heeft geplaatst, op het punt van de melding van intenties van aandeelhouders afwijkt van de aanbevelingen van de commissie-Frijns en de eerdere voornemens van het kabinet.

28 Vergelijk Eisma, S.E en J.Th.A. de Keijzer (1994) *Aandelen zonder stemrecht*, *NIBE-bankjuridische reeks*, nr. 21.

29 In zijn arrest van 14 december 2007, LJN BB3523 (DSM) heeft de Hoge Raad het volgende beslist: “De in artikel 2:92 lid 1 BW opgenomen hoofdregel dat aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen zijn verbonden, is van regeland recht, nu daarvan in de statuten kan worden afgeweken. Uit de tekst en de strekking van deze bepaling volgt niet dat een statutaire afwijking van deze hoofdregel slechts mogelijk is met betrekking tot aandelen van een bepaalde soort. In het bijzonder schrijft artikel 2:92 lid 1, gelezen in verband met het bepaalde in artikel 2:105 BW, niet dwingend voor dat aan aandelen van dezelfde soort altijd in omvang gelijke aanspraken op dividend moeten zijn verbonden.”

In de raad wordt niet eensluidend gedacht over de vraag of er niettemin aanleiding is te bezien of het toezicht in beursgenoteerde vennootschappen wettelijke versterking behoeft. De raad zal deze vraag onder ogen zien in hoofdstuk 3.

De uitkomsten van het onderzoek van Van der Elst c.s. geven naar het oordeel van de hele raad aanleiding om te bezien hoe door middel van aanpassing van het enquêterecht kan worden bevorderd dat het bestuur van de beursvennootschap voldoende ruimte heeft om zich bij zijn taakuitoefening te kunnen richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De raad zal deze vraag behandelen in hoofdstuk 4.

*Zienswijze van de adviserende leden die de belangen van aandeelhouders vertegenwoordigen*

De adviserende leden delen de conclusie dat er geen aanleiding is voor een versterking van de Nederlandse medezeggenschapsregelingen. Ook delen zij de conclusie dat niet blijkt dat Nederlandse vennootschappen kwetsbaarder zijn als gevolg van het Nederlandse corporate governance-stelsel. Voorts delen zij de conclusie dat Nederlandse beurs-nv's momenteel voldoende juridische middelen hebben om te streven naar waardecreatie op lange termijn.

Zij kunnen zich echter niet vinden in de conclusie dat het bestuur van beursvennootschappen onvoldoende ruimte zou hebben om zijn taken naar behoren te kunnen uitoefenen. Het Nederlandse vennootschapsrecht biedt bestuurders van beurs-nv's hiertoe voldoende beleidsvrijheid. Het is immers het bestuur dat de strategie en het beleid van de onderneming bepaalt, hetgeen zeer recent ook door de Ondernemingskamer zowel in de Stork- als in de ABN-Amro-zaak is benadrukt (en bevestigd door de Hoge Raad). Het is niet de bedoeling dat de AvA op de stoel van het bestuur gaat zitten; de AvA mag uitsluitend de haar toekomende wettelijke bevoegdheden uitoefenen om de strategie en het beleid van de vennootschap ter discussie te stellen.

Volgens de adviserende leden behoeft het beeld dat de onderzoeksrapportage van Van der Elst e.a. schetst van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen, op een groot aantal punten nuancering. Het betoog dat het Nederlandse enquêterecht uniek is en daardoor de Nederlandse vennootschappen kwetsbaar zijn, is volgens de adviserende leden nauwelijks onderbouwd. In Europees verband is er door toonaangevende Europese vennootschapsjuristen juist gepleit voor het invoeren van een Europese regeling van het enquêterecht<sup>30</sup>. Bovendien zijn er in tal van landen juist andere regelingen die Nederland niet kent (zoals *derivative suit*). Recent onderzoek van onder andere de Wereldbank en het World Economic Forum<sup>31</sup> toont aan dat de bescherming van beleggers in Nederland, in vergelijking met andere Westerse economieën, zich juist op een laag tot zeer laag

30 High Level Group of Company Law Experts (2002) *Report (...) on a modern regulatory framework for Company Law in Europe*, Brussel, november 2002.

31 Wereldbank (2007) *Doing Business 2008*, oktober 2007 en World Economic Forum (2007) *The Global Competitiveness Report 2007-2008*, oktober 2007.

niveau bevindt. Het rapport gaat ook geheel niet in op de keuze die Nederland heeft gemaakt bij de implementatie van de Europese overnamerichtlijn. Daarbij heeft Nederland als een van de weinige Europese lidstaten ervoor gekozen dat bestuurders een bod kunnen frustreren zonder goedkeuring van de aandeelhouders, terwijl in 75 procent van de lidstaten dit expliciet verboden is<sup>32</sup>.

Naar het oordeel van de adviserende leden is een onvoldoende onderbouwd rapport geen aanleiding om in het kader van de adviesaanvraag ‘versterken van de positie van werknemers’ het enquêterecht ter discussie te stellen. Zij merken op dat het enquêterecht geen laagdrempelig middel is en dat ook telkens toetsing door een gespecialiseerde rechter vereist is. Zij menen verder dat er geen aanleiding is in het kader van de beantwoording van de adviesaanvraag in te gaan op het interne toezicht bij beursvennootschappen<sup>33</sup>.

---

32 Europese Commissie (2007) *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, p. 12, februari 2007.

33 De adviserende leden die de belangen van aandeelhouders vertegenwoordigen nemen afstand van het SER-advies uit 2001 over *het functioneren en de toekomst van de structuurregeling*.