

# De HBG-casus nader belicht

Jaap Peters en Piet Moerland

**SAMENVATTING** Vorig jaar is de Nobelprijs voor Economie toegekend aan een drietal geleerden die baanbrekend wetenschappelijk onderzoek hebben verricht op het terrein van 'information economics': Akerlof, Spence en Stiglitz. Zij hebben op overtuigende wijze aannemelijk gemaakt dat het bestaan van informatieasymmetrie tussen vragers en aanbieders in allerlei marktsituaties tot aanzienlijke kosten of zelfs tot een 'market breakdown' kan leiden. Deze inzichten hebben gedurende de afgelopen kwarteeeuw ook het vakgebied van de ondernemingsfinanciering en de vermogensmarkten sterk beïnvloed. Aangezien het bestaan van informatieasymmetrie op de vermogensmarkt tot waarderingsafslagen leidt, moet de ondernemingsleiding er veel aan gelegen zijn om die asymmetrie op te heffen, althans drastisch te verminderen. Dat kan door het afgeven van geloofwaardige signalen omtrent de te verwachten waardeontwikkeling van de onderneming. Het is tegen de achtergrond van deze door het Nobelcomité bekroonde wetenschappelijke inzichten dat wij de HBG-casus nader zouden willen belichten. Informatieasymmetrie en communicatiestoornis vormen daarin een kernprobleem.

## 1 Speelveld

Hollandsche Beton Groep NV, die dit jaar honderd jaar bestaat, is actief in bouwen en baggeren. De baggerpoot was tot voor kort ondergebracht in dochteronderneming HAM. Alhoewel in 2000 slechts 8 procent van de omzet van HBG door de baggeractiviteit

Drs. J.F.M. Peters is oud-voorzitter van de Raad van Bestuur van AEGON.

Prof. Dr. P.W. Moerland is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Corporate Governance aan de Katholieke Universiteit Brabant, Tilburg.

werd gegenereerd, was de bijdrage aan het operationele resultaat onevenredig veel hoger. De wereldmarkt voor baggeren werd tot voor kort beheerst door een beperkt aantal – met name Nederlandse en Belgische – bedrijven: Boskalis, HAM, Van Oord, Ballast Nedam, DEME en de Nul. Inmiddels zijn de baggeractiviteiten van HBG en Ballast Nedam – zij het niet dan na een moeizame procedure via de Ondernemingskamer – samengevoegd.

De bouwmarkt kent een meer gefragmenteerd geografisch karakter. Sommige spelers zijn vooral nationaal of regionaal actief. HBG is in sterke mate internationaal georiënteerd.

Zowel in de bagger als in de bouw doet zich sinds geruime tijd een proces van consolidatie voor. Het is 'eten of gegeten worden'. Partijen tasten af, zoeken openingen. Er is achterdocht of overtuiging. Dat de belangen voor elk van de ondernemingen groot zijn, blijkt onder andere uit de wijze waarop het spel af en toe wordt gespeeld. Tegen de achtergrond van dit speelveld kan de HBG-casus worden gesitueerd.

## 2 Gebeurtenissen

De perikelen rond HBG, die in de pers veelal worden aangeduid als 'baggeroorlog', strekken zich ruwweg uit over de jaren 2000 en 2001. Begin 2000 is HBG in gesprek met het Belgische DEME om mogelijkheden voor samenwerking te verkennen. Daar vloeien geen concrete stappen uit voort. Tezelfdertijd, in februari 2000, wordt HBG door Boskalis benaderd om fusiegesprekken aan te gaan. Na een aanvankelijke weigering komen die gesprekken in mei en juni 2000 op gang. Begin juli wordt echter duidelijk dat partijen niet tot overeenstemming komen. De fusiebesprekingen worden afgebroken. Kort nadien treedt bij HBG de huidige bestuursvoorzitter aan. Hij kondigt begin september 2000 een ingrijpende koerswijziging aan, alsook een daarmee samenhangende voorziening van € 166 miljoen. Naar later zou blijken worden in de laatste

maanden van 2000 door HBG verkennende gesprekken gevoerd met Ballast Nedam inzake het samenvoegen van de baggeractiviteiten, hetgeen uitmondt in het ondertekenen van een geheimhoudingsovereenkomst, op derde Kerstdag. Dit zijn de meest markante gebeurtenissen in het jaar 2000. Dan volgt 2001.

Op 20 februari 2001 laat Boskalis aan HBG weten geïnteresseerd te zijn in het samenvoegen van de baggeractiviteiten. Boskalis geeft aan, gebaseerd op in een bijlage bij de desbetreffende brief verwoorde uitgangspunten, een koopprijs van f 1 miljard in constanten te willen betalen. Op 20 maart 2001 deelt HBG aan Boskalis mee niet in te gaan op het voorstel. HAM wordt beschouwd als een kernactiviteit die past in de ondernemingsstrategie, aldus HBG.

Op 7 mei 2001 komt Boskalis terug met een opgehoogd bod, te weten f 1,25 miljard. Anders dan op 20 februari (het eerste bod) maakt Boskalis dit nieuwe bod publiekelijk bekend, evenwel zonder daarbij te wijzen op een aantal specifieke voorwaarden, zoals deze ook dit keer in een bijlage bij de brief aan HBG uiteen worden gezet. De besprekingen met Ballast Nedam kennen intussen een wisselend verloop. Deze zijn zelfs tijdelijk onderbroken geweest. In mei 2001 is de draad evenwel weer zodanig opgevat dat partijen op de laatste dag van die maand een memorandum of understanding ondertekenen voor het samenbrengen van de baggeractiviteiten. Per dezelfde datum laat HBG aan Boskalis weten niet op haar bod in te gaan, maar de voorkeur te geven aan een joint venture met Ballast Nedam. Op 19 juni 2001 verschijnt Heijmans ten tonele. Dit bouwbedrijf stelt HBG ervan in kennis een bod te willen uitbrengen op de gewone aandelen HBG. Als clauseule wordt vermeld dat Boskalis de baggeractiviteiten van HBG overneemt.

Dan escaleren de toch al geruime tijd gespannen verhoudingen met diverse groepen aandeelhouders in snel tempo. In de Bijzondere Algemene Vergadering van Aandeelhouders van 26 juni 2001, die maar liefst vijf uur duurt, wordt uit de kring van aandeelhouders aangekondigd een enquêteverzoek te entameren. In de uren die volgden op deze BAVA werd uiteindelijk definitieve overeenstemming tussen HBG en Ballast Nedam bereikt over de oprichting van een joint venture voor de baggeractiviteiten. Op 4 juli 2001 ligt er de Beschikking van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam, waarin een onderzoek wordt gelast naar het beleid en de gang van zaken van HBG over de periode 1 januari 2000 tot 4 juli 2001. Tevens wordt de implementatie van de joint venture door de rechter tot nader order 'bevroren'. De

Ondernemingskamer stelde ons (de onderzoekscommissie) als onderzoekers aan. Hoe hebben wij ons onderzoek aangepakt en wat waren onze bevindingen?

### 3 Aanpak onderzoek

Wij hebben een onderzoeksteam gevormd, met een adviseur op het terrein van accountancy (Prof. Drs. G.G.M. Bak RA), een adviseur op het terrein van vennootschapsrecht (Prof. Mr. L. Timmerman), en een secretaris (Mr. S.L.M. Follender Grossfeld). De onderzoekswerkzaamheden omvatten het bestuderen van de vele door de Ondernemingskamer, HBG, verzoekers en belanghebbenden beschikbaar gestelde documenten en andere bescheiden. Voorts het horen van personen, te beginnen met een delegatie van verzoekers. Zowel HBG, verzoekers als belanghebbenden zijn in de gelegenheid gesteld personen aan de onderzoekscommissie voor te stellen om te worden gehoord. Daar is in vrijwel alle gevallen positief op gereageerd. Om de hoorzittingen in goede banen te leiden, is een 'zittingprotocol' opgesteld. Ten slotte is het onderzoek afgerond met het samenstellen van het onderzoeksverslag, dat op 3 augustus 2001 is aangeboden aan de Voorzitter van de Ondernemingskamer. Het spreekt vanzelf dat tijdens het onderzoek – zowel bij de bestudering van documenten als in de verhoren – veelvuldig informatie van vertrouwelijke aard naar voren kwam. Gegeven de complexiteit van de materie leek het ons van groot belang om ons een inzicht te vormen omtrent alle aspecten die relevant zijn bij de discussies over vormen van samenwerking die door HBG zijn gevoerd in de onderzochte periode. Er is door ons ook gepoogd inzicht te krijgen in de formele en informele contacten die hebben plaatsgevonden tussen leden van de Raden van Commissarissen van de ondernemingen respectievelijk de leden van de Raden van Bestuur.

Naarmate het onderzoek vorderde, werden de feiten duidelijk en ontstond er voor ons een helder beeld omtrent de gang van zaken, alhoewel het een ingewikkeld proces met een groot aantal spelers gedurende een lange periode was.

### 4 Houding kapitaalverschaffers

De kritische houding in de kring van de kapitaalverschaffers jegens de ondernemingsleiding van HBG heeft zich tijdens de periode die is onderzocht, steeds verder geïntensiveerd. Reeds op 25 februari 2000 kwam de VEB met een persbericht, waarin zij de wens kenbaar maakt dat de voorstellen van Boskalis, in samenhang met het eventuele 'Belgische alternatief',

aan aandeelhouders HBG wordt voorgelegd. In de gehouden aandeelhoudersvergaderingen wordt steeds uit de kring van de kapitaalverschaffers de wens kenbaar gemaakt om in sterkere mate bij de besluitvorming over de diverse strategische alternatieven te worden betrokken. Er rijzen meningsverschillen over wat precies aan de kapitaalverschaffers is toegezegd. De ondernemingsleiding moet in verscheidene stadia van het proces beslissen welke informatie zij wel en welke zij niet zal geven, mede in het licht van geheimhoudingsverplichtingen. Kapitaalverschaffers vragen de ondernemingsleiding geen onomkeerbare stappen te ondernemen voor alle relevante alternatieven grondig zijn onderzocht. In hun kring was een beduidende groep de mening toegedaan dat HBG zich beter kon opsplitsen, waarbij de baggerpoot naar Boskalis zou gaan en de bouwopbouw naar Heijmans. Toen duidelijk werd dat de ondernemingsleiding van HBG daar niet voor voelde, maar ervoor koos om de bagger-joint venture met Ballast Nedam door te zetten, manifesteerde zich de vertrouwensbreuk, die heeft geculmineerd in het verzoek om een enquête. Een vertrouwensbreuk tussen de organen van de vennootschap, met aan de ene zijde de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen (die zich gesteund voelden door de Ondernemingsraad) en aan de andere zijde (een deel van) de aandeelhouders.

## 5 Vorm en inhoud

De onderzoekscommissie heeft bij het onderzoek onderscheid gemaakt tussen vorm en inhoud van het ondernemingsbeleid. Onder vorm wordt verstaan de procedurele stappen die gezet moeten worden om tot een besluit te komen. Het gaat hierbij niet alleen om vennootschappelijke normen, maar ook om hedendaagse inzichten van corporate governance. Onder inhoud wordt verstaan de materiële juistheid van een besluit. De commissie heeft zich ten principale op het standpunt gesteld dat het niet aan de onderzoekers is zich een inhoudelijk oordeel te vormen over de ondernemingsstrategie en de strategische beleidskeuzes. De ondernemingsleiding heeft in dat opzicht beleidsvrijheid. Dit komt in het Nederlandse vennootschapsrecht tot uitdrukking doordat de rechter besluiten van de ondernemingsleiding slechts marginaal toetst, nadat een enquêteprocedure in gang is gezet.

## 6 Bevindingen

De perikelen bij HBG in de afgelopen twee jaar kunnen niet los worden gezien van eerdere gebeurtenissen en ontwikkelingen. Met name de uiterst onfortuinlijke

overname van de Duitse bouwonderneming Wayss en Freytag (eind 1996) heeft diepe sporen getrokken. Die acquisitie heeft over een reeks van jaren onevenredig veel bestuurlijke energie opgeslorpt. De vanouds goede financiële conditie van HBG is er door uitgehold. Keer op keer moesten aan de aandeelhouders nieuw opgekomen tegenvallers worden gemeld. De track-record van HBG is sedert genoemde overname door veel aandeelhouders terecht als teleurstellend ervaren. Daardoor is men zich steeds kritischer gaan opstellen tegenover de ondernemingsleiding. Fusiebesprekingen ketsen af, door de extra voorzieningen in 2000 maakt HBG haar eerste verliesjaar mee in haar dan bijna honderdjarige bestaan, en dan zijn er de kritische momenten in 2001. De beurskoers van HBG laat een teleurstellende ontwikkeling zien, hetgeen haar kwetsbaar maakt voor bejegening via de 'market for corporate control'. De belangen van (groepen van) kapitaalverschaffers en van sommige bidders convergeren, waardoor HBG van twee zijden in het nauw wordt gebracht. Het huidige Nederlandse wettelijke kader, de vrijwillige toepassing door HBG van het structuurregime en het hanteren van beschermingsprefs bieden echter enig comfort. Onder het structuurregime komt de Raad van Commissarissen een aantal sleutelbevoegdheden toe, waaronder het goedkeuringsrecht ten aanzien van een aantal ingrijpende bestuursbesluiten. Dat neemt niet weg dat de ondernemingsleiding zich tegenover de kapitaalverschaffers heeft te verantwoorden over de beleidskeuzes. De ondernemingsleiding is gehouden om de belangen van diverse belanghebbenden, dus ook die van de kapitaalverschaffers, op zorgvuldige wijze te wegen en zich te richten naar het ondernemingsbelang.

Op grond van de bevindingen van de onderzoekscommissie kan niet worden gesteld dat de inhoudelijke afwegingen door de ondernemingsleiding van HBG ten aanzien van beleidsbeslissingen niet op zorgvuldige wijze zijn geschied. De informatieverstrekking van de ondernemingsleiding aan de aandeelhouders was naar de opvatting van de onderzoekscommissie gebrekkig en weinig toegankelijk. Er gaapt een kloof tussen de wijze waarop de besluitvorming intern tot stand is gekomen en de communicatie daaromtrent met de kapitaalverschaffers. De perceptie over de omvang van de kloof is daarbij zeer verschillend.

## 7 Aanbevelingen

Tegen de achtergrond van deze bevindingen heeft de onderzoekscommissie een drietal aanbevelingen gedaan:

- 1 HBG verricht een krachtige inspanning om het vertrouwen van aandeelhouders te herwinnen; zij stelt een memorandum samen waarin de beleidsopties op een deugdelijke en inzichtelijke wijze worden uiteengezet en geëvalueerd;
- 2 HBG roept een BAVA bijeen, waarin genoemd memorandum aan de orde wordt gesteld en waarin aan de aandeelhouders de gelegenheid wordt geboden om daarover met de ondernemingsleiding grondig van gedachten te wisselen en waarin verantwoording wordt afgelegd door bestuur en commissarissen;
- 3 HBG dient geloofwaardige signalen aan de aandeelhoudersvergadering af te geven met betrekking tot de te volgen strategie en het tempo van implementatie.

Deze aanbevelingen zijn alle opgevolgd. Het memorandum was gereed op 18 augustus 2001 en de BAVA is gehouden op 4 september 2001. Ook deze bijeenkomst duurde vele uren. Uit de kring van de aandeelhouders bleven protesten oprijzen, zonder dat men evenwel tot een motie van wantrouwen besloot. Men vroeg de Ondernemingskamer om nader onderzoek en men ontmoette daarbij een willig oor. Een tweede onderzoekscommissie toog aan het werk en kwam na ruim een maand op hoofdlijnen tot dezelfde conclusies als de eerste onderzoekscommissie. Op 7 november 2001 heeft de Ondernemingskamer de 'bevriezing' van de joint venture HAM/Ballast Nedam Baggeren opgeheven en kon de samenvoeging worden geëffectueerd. Inmiddels is Ballast HAM Dredging al enige tijd operationeel.

## 8 Bevindingen pas laat geaccepteerd

De beslissing van de Ondernemingskamer om nader onderzoek te laten uitvoeren in de zaak HBG, riep bij velen vragen op. Wij hebben het als stuitend ervaren dat de Ondernemingskamer tot nader onderzoek heeft besloten zonder voorafgaand beraad met ons. Wij moesten uit de krant vernemen dat er tot nader onderzoek was besloten. Onbegrijpelijk, immers alle in de Beschikking van 4 juli 2001 genoemde twistpunten waren door ons onderzocht en in het onderzoeksverslag aan bod gekomen.

Deze hele gang van zaken is onbevredigend en noopt onzes inziens de Ondernemingskamer ertoe om lering te trekken uit deze zaak. Zo zou zij kunnen overwegen om een protocol op te stellen voor de werkzaamheden en rapportering door onderzoekscommissies die zij aanstelt. Daarin zouden ook elementaire omgangsvormen kunnen worden vastgelegd.

Wij hebben ons bij ons onderzoek primair gericht op de vorm van het beleid. Bij degenen die ons verslag goed hebben gelezen, kan hierover geen misverstand bestaan. Wij hebben ons bewust en principieel verre gehouden van een inhoudelijk oordeel over de beleidskeuzes. Onze bevindingen en aanbevelingen vielen niet goed bij groepen aandeelhouders. Zij hadden graag nieuwe feiten gezien en zij wilden aanknopingspunten om hun visie op de toekomst van de onderneming door te drukken. Alle relevante feiten waren ons bekend en zijn in onze oordeelsvorming meegenomen. Daarop zou men toch ook mogen vertrouwen.

Op 21 januari 2002 kwam de Ondernemingskamer met haar definitieve uitspraak. In overeenstemming met onze bevindingen concludeert de Ondernemingskamer dat het HBG-bestuur in redelijkheid tot haar keuze voor de joint venture heeft kunnen komen. Eveneens in overeenstemming met onze bevindingen is de Ondernemingskamer van oordeel dat de wijze waarop de ondernemingsleiding van HBG de aandeelhouders bij de besluitvorming heeft betrokken, te wensen overliet. De Ondernemingskamer kwalificeert deze tekortkoming als wanbeleid. Niettemin is zij van oordeel dat de joint venture wel mag doorgaan.

Dit is een opmerkelijk vonnis. Enerzijds spreekt het vonnis van wanbeleid, anderzijds blijft de beleidsdaad zelf (de joint venture) onaangetast. Bovendien, als de uitspraak 'wanbeleid' blijkbaar gedragen kan worden door uitsluitend een oordeel over de vorm van de besluitvorming, had die uitspraak toch beter gedaan kunnen worden op basis van onze bevindingen, kort na 3 augustus 2001. Daar zouden partijen mee gediend zijn geweest. Nu komt de kwalificatie wanbeleid als mosterd na de maaltijd, aangezien het zakelijke belang (het doorgaan van de joint venture) reeds op 7 november feitelijk werd afgedekt, en thans in het vonnis nog eens wordt ondersteund.

Op dit moment voltrekt zich een maatschappelijk debat over transparantie en verantwoording, mede in het licht van op handen zijnde wetgeving ter zake. Ondernemingen zullen zich in de toekomst in sterkere mate hebben te verantwoorden aan de kapitaalverschaffers. Dat is op zichzelf een goede zaak. Of dit vonnis, met deze zware uitspraak, aan deze positieve ontwikkeling instrumenteel is, wagen wij, in alle bescheidenheid, te betwijfelen.

Het dispuut spitste zich uiteindelijk toe op de kernvraag: dient HBG zich op te splitsen of moet zij als bouw- en baggeronderneming verdergaan? En wie heeft daarover het laatste woord? Het debat hierover

raakt het hart van de profieldiscussie, dat wil zeggen het karakter, de identiteit en de omvang van de onderneming. Het is naar onze mening aan de organen van de vennootschap om deze kernvraag gezamenlijk te beantwoorden. Komt men daar niet uit, dan kan de interventie van de rechter worden ingeroepen, kan er onderzoek worden gedaan, komen er bevindingen op tafel, worden er aanbevelingen gedaan en krijgen de ondernemingsleiding en de aandeelhouders opnieuw de gelegenheid om met elkaar over de inhoud van het beleid te spreken. Dus over de inhoudelijke onderbouwing van de combinatie van bouw en bagger, de geschatte synergetische voordelen bij de verschillende opties, en zo meer. Het is aan het bestuur om hierover uitleg te geven en verantwoording af te leggen. Maar ook van de aandeelhoudersvergadering (immers ook een belangrijk orgaan van de vennootschap) mag een breed gedragen, actieve en constructief-kritische opstelling in het debat worden verwacht. En nu van tweeën een. Ofwel men komt tot overeenstemming waardoor de impasse wordt opgelost. Ofwel men komt, aan het eind van de dag, opnieuw niet tot overeenstemming. Dan ligt er een vertrouwensvraagstuk. Dat moet en kan tussen de organen onderling worden opgelost. Dat partijen daar niet in zijn geslaagd, geeft te denken.

## 9 Informatieasymmetrie en communicatie

Dan nu terug naar het onderwerp informatieasymmetrie uit de inleiding. Tussen de ondernemingsleiding en de kapitaalverschaffers van HBG is, zoals bij vrijwel elk bedrijf, sprake van een situatie van asymmetrisch verdeelde informatie. Dat gaat normaal gesproken gepaard met afslagen op de beurswaarde van de onderneming. Zulks impliceert relatief hoge vermogenskosten en daardoor een verslechtering van de concurrentiepositie van het bedrijf. Bovendien is dan de beursprijs minder aantrekkelijk bij fusies en overnames. Voorts wordt men een gewild doelwit voor allerhande bidders<sup>1</sup>.

Het belang van de onderneming is gediend bij verbetering van de beurswaarde, bijvoorbeeld door middel van vermindering van de informatieasymmetrie. Bestuur en commissarissen hebben de opdracht om hun handelen te richten naar het belang van de onderneming. Onderdeel daarvan is een adequate informatieverstrekking aan de kapitaalverschaffers en het afgeven van geloofwaardige signalen naar de kapitaalmarkt, niet alleen in het belang van die kapitaalverschaffers, maar vooral ook vanuit het ondernemingsbelang zelf. Dit geldt uiteraard alleen voorzover zich geen zwaarwichtige belangen tegen het

verstrekken van die informatie verzetten. Juist een onderneming, die een track-record heeft van teleurstellende financiële resultaten, dient een extra inspanning te leveren om de kapitaalverschaffers bij de besluitvorming te betrekken en blij te geven van toereikende verantwoordingszin. Transparantie en verantwoording zijn sleutelbegrippen voor een goede corporate governance, om het even of het een structuurvennootschap betreft of niet. De toekenning van de Nobelprijs voor Economie in 2001 aan drie informatietheoretici onderstreept de fundamentele betekenis die in het economisch proces moet worden toegekend aan goede informatie en communicatie, bijvoorbeeld tussen ondernemingsleiding en kapitaalverschaffers. ■

### Noot

<sup>1</sup> Enkele weken nadat dit artikel was geschreven, werd bekendgemaakt dat de Spaanse Grupo Dragados HBG wil overnemen voor € 756 miljoen in contanten.