

Het bestuur van ondernemingen staat sterk in de belangstelling. Dat heeft ongetwijfeld te maken met boekhoudschandalen en publiciteit over de beloning van topbestuurders. Maar het gaat ook om de vraag of de markt voldoende zelfreinigend vermogen heeft om misstanden uit te bannen. Of is de tijd gekomen dat de overheid moet ingrijpen? Deze vraag gaat niet alleen het bedrijfsleven aan, maar is van algemene maatschappelijke betekenis. In Nederland heeft de Commissie corporate governance, beter bekend als de Commissie-Tabaksblad, de balans opgemaakt en onder andere voorstellen gedaan om de wetgeving aan te passen. Deze voorstellen zijn in hoofdzaak door het kabinet overgenomen. De discussie is daarmee echter niet verstomd. Het rommelt in het maatschappelijke debat: hoe kapitalistisch willen we in Europa zijn? Zijn er alternatieven? Welke verantwoordelijkheid draagt het bedrijfsleven voor de sociale samenhang van onze samenleving? Is een rol weggelegd voor de *visible hand* van de overheid?

Deze bundel geeft een overzicht van recente ontwikkelingen bij de inrichting van het ondernemingsbestuur. Daarbij wordt nadrukkelijk aandacht gegeven aan de maatschappelijke omgeving. Centraal staan de vragen hoe het ondernemingsbestuur dient te worden ingericht, en wat hierbij de taak van de overheid is. De bundel is samengesteld naar aanleiding van een symposium van de Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën over *corporate governance*, dat in het najaar van 2003 werd gehouden. De auteurs komen uit de wereld van de wetenschap, de overheid, de ondernemers en de vakbeweging.

De Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën streeft ernaar het inzicht in de financiële, bestuurlijke en sociaal-economische aspecten van het overheidsbeleid te vergroten en de belangstelling daarvoor te stimuleren. Dat doet de Dreesstichting onder andere door het uitgeven van het *Tijdschrift voor Openbare Financiën*, het jaarlijks publiceren van het *Jaarboek Overheidsfinanciën* en het uitbrengen van de reeks *Dreesforum*. Dreesforum biedt plaats aan onderling verschillende visies op onderwerpen op het terrein van het overheidsbeleid. De reeks beoogt de discussie over deze onderwerpen te stimuleren.

ISBN 90 809723 1 2
NUR 781

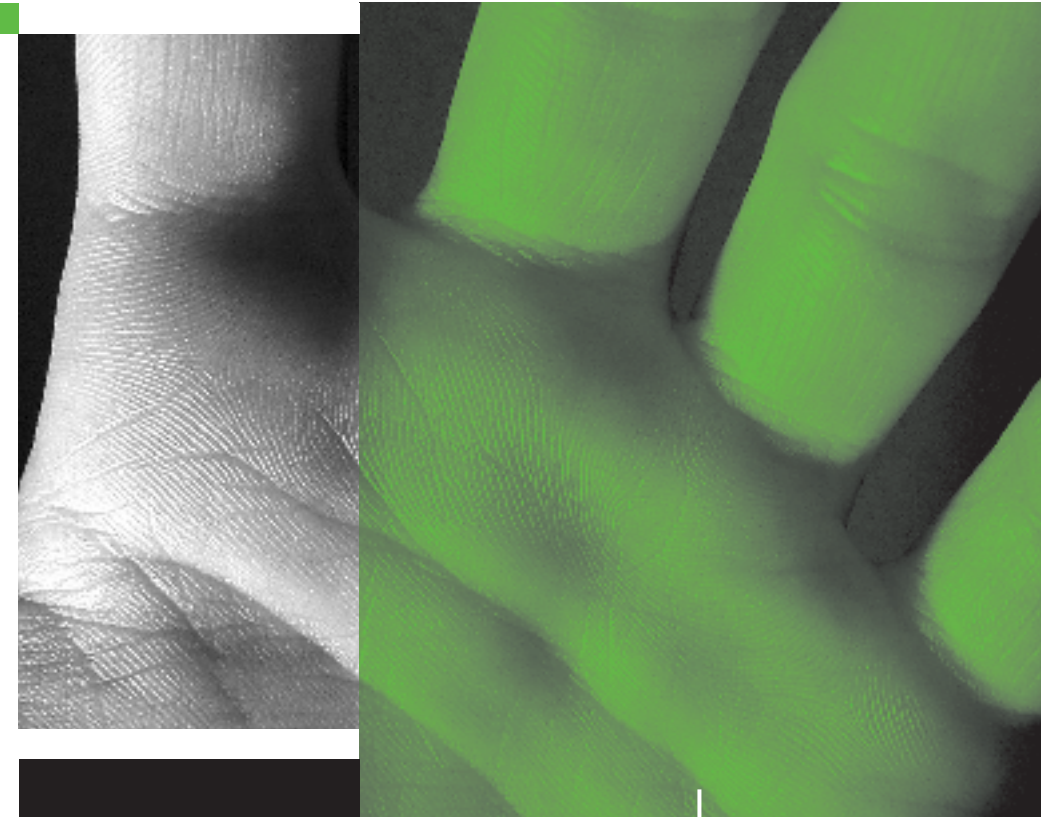
Dreesforum

1

The Visible Hand
Redactie D.J. Kraan en A.P. Ros

The Visible Hand

Ondernemingsbestuur in Nederland



Redactie
D.J. Kraan
A.P. Ros

The Visible Hand

Dreesforum 1

The Visible Hand

Ondernemingsbestuur in Nederland

Redactie

D.J. Kraan

A.P. Ros

Meer informatie over deze uitgave en over de Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën kunt u verkrijgen bij:

Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën
Postbus 95328
2509 CH Den Haag

© Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën, 2005

Vormgeving: Studio Tint (Joost Luijben en Huug Schipper), Den Haag
Druk: Koninklijke De Swart, Den Haag

ISBN 90 809723 1 2
NUR 781

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, kan voor de afwezigheid van eventuele (druk)fouten en volledigheden niet worden ingestaan en aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever deswege geen aansprakelijkheid voor de gevolgen van eventueel voorkomende fouten en onvolledigheden.

Het overnemen van (gedeelten van) artikelen uit dit boek is uitsluitend toegestaan met duidelijke bronvermelding.

Inhoud

Voorwoord	7
The Visible Hand <i>D.J. Kraan</i>	9
Recente ontwikkelingen <i>R. Abma</i>	20
Corporate governance-regulering in Nederland vanuit international perspectief <i>J.W. Winter</i>	37
Economische aspecten van deugdelijk ondernemingsbestuur <i>E.E.C. van Damme</i>	49
Het old boys network bestaat niet meer <i>M. Fennema en E.M. Heemskerk</i>	70
Laat de markt zijn werk doen <i>R. Pieterse</i>	85
Tussen aandeelhouderskapitalisme en maatschappelijk verantwoord ondernemerschap <i>L. de Waal</i>	97
Amerikaanse mythen en Europese kansen <i>D.J.A. Kalff</i>	109
BIJLAGE I Commissie corporate governance (2003), De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van de deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen (rapport Commissie-Tabaksblat)	123

BIJLAGE II

195

Tweede Kamer (2003-2004), Nederlandse corporate governance code (Tabaksblatcode). Brief van de ministers van Financiën, van Justitie en van Economische Zaken, 29 449, nr. 1

BIJLAGE III

223

Tweede Kamer (2004-2005), Nederlandse corporate governance code (Tabaksblatcode). Brief van de minister van Justitie, 29 449, nr. 3

Voorwoord

Het najaarssymposium van de Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën was in 2003 gewijd aan *corporate governance*. Dat getuigde van moed en doorzettingsvermogen.

De werkzaamheden van de Commissie-Tabaksblat hadden op dat moment al ruimschoots aanleiding gegeven tot een brede publieke discussie, waarin de adviesindustrie en de conferentie-industrie zich niet onbetuigd lieten en elkaar dagelijks troffen op de opiniepagina's. Het vergde op zijn minst gezond zelfvertrouwen om deze overvolle markt alsnog te betreden.

De bijdrage van de naamgever van de stichting werd in deze discussie node gemist. Hij had zich zeker niet afzijdig opgesteld en een prikkelend perspectief kunnen toevoegen aan de veelheid van opinies die, op zoek naar de waarheid, in deze periode op elkaar botsten en herbotsten. Die taak belandde nu bij de participanten aan het symposium *The Visible Hand*, dat werd gehouden in de 'Sociëteit Nieuwe of Littéraire De Witte' in Den Haag. Het intrigerende tussenvoegsel 'of' in deze naam verwijst al naar de twee mogelijkheden tot excelleren die bij dit soort gelegenheden bestaan: ofwel uitblinken door een nieuw inzicht, ofwel uitblinken door een fraai overzicht van bestaande inzichten. Beide mogelijkheden zijn door de participanten ruim benut. De schriftelijke versies van een aantal bijdragen, verzameld in dit boek, getuigen daarvan, evenals enkele bijdragen die daaraan zijn toegevoegd.

Het is opmerkelijk dat een stichting die zich trots tooit met de naam van een oer-Hollands idool, niet kan ontsnappen aan een symposium met een Engelse titel over een Engels onderwerp – een echt mooie Nederlandse vertaling van *corporate governance* is er ook niet. Dat alleen al illustreert dat deze discussie in Nederland in enige moeizaamheid wordt gevoerd.

De enorme verontwaardiging over de vermeend excessieve honorering van topmanagers, zoals verwoord door al degenen die zich opwerpen als vertegenwoordigers van de *stakeholders* (alweer zo'n Engels woord), werd in de Nederlandse praktijk overigens maar zelden gedeeld door de meest Angelsaksische categorie van hen, de aandeelhouders zelf, wanneer zij zich daarover op hun jaarlijkse vergadering konden uitspreken. In Nederland worden discussies over inkomens en inkomensverdeling nu eenmaal steevast gevoerd in een normatieve en moralistische zetting en op een vermanende ondertoon. Dat heeft ongetwijfeld bijgedragen aan de individuele materiële zelfbeheersing, waar de Nederlandse economie al

vele jaren een comparatief voordeel aan ontleent. Maar voor de buitenlanders, die hun weg zoeken in deze open economie, is het soms wel even wennen.

Bij een terugblik op deze nationale en internationale discussie in 2005, nu het stof enigszins is neergedwarreld, valt op hoezeer het onderwerp *corporate governance* ingesnoerd is gebleven tot verantwoordings- en beloningsvragen op het niveau van het topmanagement. Het bestuurlijk functioneren van de rest van de bestuurlijke piramide is tenminste zo relevant voor alle *stakeholders* en blijft op de opiniepagina's veelal onderbelicht, wellicht in afwachting van een incident dat voor passende opwinding en verontwaardiging kan zorgdragen. Op dat moment – of zoveel eerder als verstandig – kan dit het alleszins geslaagde symposium waarover in dit boek wordt gerapporteerd, nog een vervolg krijgen, waardoor de herinnering aan Wim Drees verder passend in stand wordt gehouden.

A.H.G. Rinnooy Kan

The Visible Hand

D.J. Kraan*

1 Overheid en marktsector

Twee opvattingen over de taakverdeling tussen overheid en marktsector staan haaks op elkaar. De eerste gaat uit van het primaat van de marktsector. De marktsector is in deze visie gebaseerd op vrijwillige contracten tussen economische actoren. Adam Smith (1776/1976) heeft laten zien dat dit in het algemeen zal leiden tot de grootste welvaart voor iedereen: de *invisible hand*. Voor sommige taken is de *invisible hand* echter niet goed uitgerust, zoals de voorziening van collectieve goederen, de beloning of bestraffing van externe effecten en de zorg voor een rechtvaardige inkomensverdeling. Voor die taken hebben de burgers door een maatschappelijk contract de overheid ingesteld. Maar omdat de overheid niet bestuurd wordt door de *invisible hand* is zij altijd geneigd tot willekeur, corruptie en machtmisbruik. Anders dan de marktsector faalt de overheid in de regel, en niet bij wijze van uitzondering. Daarom moet zij in toom worden gehouden door grondrechten en constitutionele bepalingen, die haar taken beperken tot het absoluut noodzakelijke.

De tweede opvatting gaat uit van het primaat van de overheid. De enige instantie die het algemeen belang van de burgers kan behartigen is de overheid. Taken kunnen alleen aan de markt worden overgelaten wanneer dit aantoonbaar efficiënt is en dit het algemeen belang dient. De overheid moet toezien op de goede werking van de markt en zij dient corrigerend op te treden als de markt faalt. De markt is geen doel in zichzelf, maar een instrument van overheidsbeleid.

Deze twee opvattingen bepalen sinds Adam Smith de discussie over de taakverdeling tussen de overheid en de marktsector, een discussie die zich uitstrekt tot de inrichting van het ondernemingsbestuur. Immers, ook daar kan sprake zijn van marktfalen. Zij die het primaat bij de overheid leggen, zien daarin aanleiding voor de overheid om corrigerend op te treden. Dit verklaart in belangrijke mate de discussie die in de afgelopen jaren is ontstaan over het bestuur van de onderneming, in het bijzonder de naamloze vennootschap. Deze discussie is geen exclusief Nederlands verschijnsel, maar doet zich voor in de gehele westelijke wereld. Zij wordt in belangrijke mate gevoed door boekhoudschandalen die hebben geleid tot de neergang of ondergang van grote ondernemingen en door exorbitante beloningen van ondernemingsbestuurders die tot maatschappelijke onrust hebben geleid. Politici zien zich genoopt om deze problemen aan te pakken. Ook dit is geen exclusief Nederlands verschijnsel. In vrijwel alle OECD-landen zijn recent

* OECD, en directeur van de Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën.

initiatieven genomen om te komen tot aanpassing van de bestuursstructuur van naamloze vennootschappen. Internationale organisaties hebben richtlijnen en principes gepubliceerd, zoals de *OECD Principles of Corporate Governance* (OECD, 2004).

Hiermee is niet gezegd dat de aangestipte problemen ontkend worden door degenen die het primaat bij de marktsector leggen. Wel is de reactie vanuit die opvatting verschillend. Enerzijds wordt erop gewezen dat het marktfalen een gevolg is van overheidsregulering. In de Nederlandse situatie is bijvoorbeeld van belang dat het wettelijke structuurregime, dat in het begin van de jaren zeventig tot stand is gekomen in een bedrijfsleven vijandig politiek klimaat, de macht van de aandeelhouders heeft beknot. Remedie zou dus eerder moeten zijn om bestaande beperkende regels af te schaffen, dan nieuwe regels in te voeren. Anderzijds wordt geredeneerd dat problemen die kennelijk onderschat zijn, zichzelf zullen oplossen doordat ondernemingen onder druk van de markt de inrichting van hun bestuur op eigen initiatief zullen aanpassen.

In de meeste Europese landen is op de problemen gereageerd door de instelling van door het bedrijfsleven gedomineerde commissies die niet-bindende richtlijnen hebben opgesteld voor de inrichting van het ondernemingsbestuur, de zogenaamde gedragscodes. Aanpassingen van dwingend recht waren in het algemeen beperkt en hadden in hoofdzaak betrekking op transparantiebepalingen (openbaarheid van eigendomsverhoudingen, beschermingsconstructies en beloningspakketten). Alleen in de Verenigde Staten is geen code opgesteld maar is volstaan met het krachtig aanscherpen van een beperkt aantal wettelijke strafbepalingen over financiële verslaglegging (de *Sarbanes Oxley Act*). Het Verenigd Koninkrijk heeft een pas-toe-of-leg-uit-regel in het dwingend recht geïntroduceerd die een verbinding legt met de code en de toepassing daarvan een minder vrijblijvend karakter geeft. Deze oplossing is overgenomen door de *High Level Group of Company Law Experts* van de Europese Unie en heeft in verschillende landen navolging gevonden (zie de bijdrage van Winter in deze bundel). Ook Nederland heeft voor deze aanpak geopteerd: de code van de Commissie-Tabaksblat is voorzien van een wettelijke pas-toe-of-leg-uit-regel (Commissie corporate governance, 2003). Interessant is dat de oplossing van gedragscodes en pas-toe-of-leg-uit-regels recht doet aan beide opvattingen over de taakverdeling tussen overheid en marktsector. Redenerend vanuit het primaat van de overheid kan men erop wijzen dat de gedragscodes op initiatief van de overheid tot stand zijn gekomen. Veelal zijn ook beleidsuitspraken gedaan dat meer dwingend ingrijpen zal volgen indien de codes niet worden nageleefd of niet effectief blijken te zijn. Redenerend vanuit het primaat van de marktsector kan men erop wijzen dat de gedragsregels door het bedrijfsleven zelf zijn opgesteld en niet bindend zijn voor de individuele onderneming. De gedragscodes zijn een *visible hand*, maar niet die van de overheid.

2 Doel en opzet van de bundel

Deze bundel beoogt een overzicht te geven van de recente ontwikkelingen in Nederland op het gebied van de inrichting van het ondernemingsbestuur en een bijdrage te leveren aan de verdere discussie. Die discussie is immers nog niet uitge-

woed. De naleving van de code-Tabaksblat zal worden geëvalueerd en de onrust over boekhoudschandalen en exorbitante beloningspakketten is nog geenszins tot bedaren gekomen. De samenstelling van de bundel is gebaseerd op een disciplinair en een thematisch gezichtspunt. Vanuit het disciplinaire gezichtspunt is onderscheid gemaakt tussen drie soorten bijdragen.

Ten eerste is getracht een goed overzicht te bieden van de historische ontwikkeling van de inrichting van het ondernemingsbestuur in Nederland (Abma) en van de huidige ontwikkelingen op dit gebied in andere OECB-landen (Winter).

Ten tweede wordt aandacht besteed aan benaderingen vanuit een theoretische invalshoek. Daarbij is er plaats voor de micro-economische benadering (Van Damme) en voor de sociologische theorie (Fennema en Heemskerk).

Ten derde wordt aandacht besteed aan benaderingen vanuit de praktijk van het ondernemingsbestuur. Daarbij wordt het woord gelaten aan een auteur uit de kring van de werkgevers (Pieterse), een auteur uit de kring van de werknemers (De Waal) en een auteur uit de kring van de zelfstandige ondernemers (Kalff).

Vanuit de thematische invalshoek is onderscheid gemaakt tussen twee vragen: (1) wat is de taak van de overheid bij de inrichting van het ondernemingsbestuur, en (2) hoe dient het ondernemingsbestuur te worden ingericht (al dan niet door de overheid)?

Alle auteurs is gevraagd deze twee vragen centraal te stellen in hun bijdrage. Deze vragen worden hieronder nader toegelicht. Tevens wordt een indruk gegeven van hoe de auteurs deze vragen hebben beantwoord. De bijdragen zijn geschreven vóór de zomer van 2004. Ontwikkelingen die zich sindsdien hebben voorgedaan zijn in enkele bijdragen kort gesignaleerd.

3 De taak van de overheid

Het fundamentele inzicht van Adam Smith dat het marktmechanisme leidt tot de hoogst mogelijke welvaart voor iedereen staat tegenwoordig bekend als de eerste fundamentele wet van de welvaartstheorie. Dit resultaat is echter afhankelijk van efficiënte markten met volledige concurrentie, waarin er geen informatieproblemen of transactiekosten zijn, en waarin goederen geen externe effecten hebben. Indien niet aan deze voorwaarden is voldaan, kan overheidsinterventie nodig zijn om de uitkomsten van het marktproces te verbeteren.

In het licht van dit resultaat van de economische wetenschap rijst de vraag of de overheid enige taak heeft ten aanzien van de inrichting van het ondernemingsbestuur. Is het niet zo dat ondernemingen die slecht bestuurd worden het onderpit delven en dat volledige concurrentie daardoor vanzelf tot optimale inrichting van het ondernemingsbestuur zal leiden? Daarvoor is het in beginsel zelfs niet nodig dat alle voor een bedrijfstak relevante markten efficiënt zijn.

Veronderstel bijvoorbeeld dat een bedrijfstak opereert in een productmarkt die niet volledig efficiënt is, bijvoorbeeld een situatie van oligopolistische concurrentie waarin afzonderlijke ondernemingen een zekere vrijheid van prijszetting kennen. In een dergelijke markt zou een onderneming zich een zekere mate van inefficiëntie kunnen veroorloven, resulterend in te hoge kosten (waaronder beloningen voor managers) of onvoldoende productkwaliteit, zonder onmiddellijk ten onder te gaan. Indien echter in een dergelijke bedrijfstak een efficiënte

markt voor ondernemers bestaat, kan een dergelijke situatie zich toch niet voordoen. Externe ondernemers zullen dan het minder efficiënte bedrijf overnemen (opkopen), de kosten verlagen, het product verbeteren en de verhoogde winst incasseren. Maar stel nu dat in een bedrijfstak de overnamemarkt evenmin efficiënt is, zodat inefficiënte ondernemingen niet vanzelf worden overgenomen. Dan nog zou er geen probleem zijn, indien de kapitaalmarkt efficiënt was. Investeerders zouden immers hun aandelen verkopen indien andere ondernemingen binnen of buiten de bedrijfstak een hogere waardestijging of dividend zouden bieden en ook dan zou de onderneming zich moeten aanpassen of op den duur kopje-onder gaan. Het voortbestaan van een inefficiënte inrichting van het ondernemingsbestuur is dus afhankelijk van cumulatieve inefficiënties in drie verschillende markten in de omgeving van de onderneming: de productmarkt, de overnamemarkt en de kapitaalmarkt. Alleen wanneer deze drie markten tegelijk imperfecties vertonen, kan een slechte inrichting van het ondernemingsbestuur voortbestaan. Hoe groot is die kans?

Uit de bijdragen in deze bundel blijkt dat hierover zeer verschillend wordt gedacht. Zo zegt Pieterse dat er in beginsel geen rol voor de overheid is bij het inrichten en bewaken van het ondernemingsbestuur, zolang de *stakeholders* en de buitenwereld geen wezenlijke nadelige gevolgen van de gekozen situatie ondervinden. De vraag rijst natuurlijk of momenteel de *stakeholders* en de buitenwereld nadelige gevolgen ondervinden. Volgens Kalf is dit duidelijk wel het geval in de Verenigde Staten: 'De Amerikaanse wijze van ondernemen leidt ertoe dat op grote schaal economische waarde wordt vernietigd. De aandeelhouders, de werknemers en de gemeenschap betalen de rekening'.

Wat betreft de efficiëntie in de productmarkten bestaat een omvangrijke economische literatuur. Bekend is de opvatting van Schumpeter en de Oostenrijkse school, dat alle productmarkten in zekere mate oligopolistische trekken vertonen en, in ieder geval op korte termijn, aan de individuele ondernemer mogelijkheden bieden tot productdifferentiatie en prijsvariatie. In deze opvatting is dit juist het kenmerk bij uitstek van de kapitalistische marktordening. Deze materie blijft in deze bundel buiten beschouwing.

Wat betreft de overnamemarkt wijst Abma er op dat inperking van beschermingsconstructies aanvankelijk de voornaamste doelstelling was van het overheidsbeleid met betrekking tot de inrichting van het ondernemingsbestuur (Commissie-Peters, ingesteld in 1996). Beschermingsconstructies belemmeren de efficiëntie van de overnamemarkt. Pas later verschoof de belangstelling onder invloed van boekhoudschandalen en maatschappelijke verontwaardiging over beloningen naar transparantie en het afleggen van verantwoording door ondernemingsbestuurders. Kalf en Fennema/Heemskerk wijzen echter op onderzoeksresultaten die uitwijzen dat overnames het ondernemingsresultaat eerder negatief dan positief beïnvloeden. Van Damme wijst op een analyse van Grossman en Hart (1980) waaruit blijkt dat de overnamemarkt geplaagd wordt door een fundamenteel *free rider*-probleem. De conclusie van deze analyse is dat in een naamloze vennootschap met een gespreid aandelenbezit de overnamemarkt nooit efficiënt zal kunnen werken.

De efficiëntie van de kapitaalmarkt is de meest intrigerende kwestie. Veelal wordt immers aangenomen dat in een kapitalistische marktordening de kapitaalmarkt bij uitstek een efficiënte markt is die disciplinerend werkt op de inrichting van het ondernemingsbestuur. Indien de kapitaalmarkt efficiënt is, weerspiegelt de waarde van het aandeel in een naamloze vennootschap de gekapitaliseerde waarde van de toekomstige vrije kasstromen (inclusief de opbrengsten bij verkoop of liquidatie) of de economische waarde van de onderneming op lange termijn. Aandeelhoudersrendement (toename van de beurswaarde van het aandeel plus uitgekeerd dividend) duidt in die situatie op een toename van de economische waarde op lange termijn. Kalff wijst er echter op dat aandeelhoudersrendement kunstmatig verhoogd kan worden door inkoop van eigen aandelen en overnames. Vergroting van het aandeelhoudersrendement behoeft dus niet altijd te wijzen op toename van de economische waarde op lange termijn. Daarnaast benadrukt Van Damme dat er geen of slechts een zwakke relatie behoeft te bestaan tussen de boekhoudwinst zoals deze voor de verslaglegging wordt gebruikt en de (toename van) de economische waarde op de lange termijn. Lang niet iedere toename van economische waarde op lange termijn komt in de gerapporteerde winst terecht. Wanneer een onderneming bijvoorbeeld R&D-activiteiten verwaarloost of weinig aandacht besteedt aan goede arbeidsverhoudingen, gaat dit ten koste van economische waarde op lange termijn, maar deze praktijken kunnen de gerapporteerde winst op korte termijn verhogen. Bovendien behoeft een dergelijke kortetermijnstrategie geen afbreuk te doen aan het aandeelhoudersrendement en dus de kapitaalvoorziening niet in gevaar te brengen. Indien deze inefficiënties in de kapitaalmarkt zich voordoen in samenhang met inefficiënties in productmarkten en overnamemarkten, is het denkbaar dat een ondoelmatige inrichting van het ondernemingsbestuur lange tijd kan voortbestaan.

Verskillende auteurs wijzen op typerende verschijnselen die zich kunnen voordoen indien van de markten in de omgeving van de onderneming onvoldoende disciplinerende werking uitgaat. Kalff en Fennema/Heemskerk bespreken de tendensen tot horizontale en verticale integratie die afbreuk doen aan de economische waarde van de onderneming. Fennema/Heemskerk noemen in dit verband een studie van Schenk (2005) waarin wordt betoogd dat hierbij sprake is van een tendens tot homogeniteit in het handelen van bestuurders, gericht op het beperken van de risico's die kunnen voortvloeien uit afwijkend gedrag.

Van Damme, Fennema/Heemskerk, De Waal en Kalff wijzen op de sterke verhoging van de beloning van bestuurders die zich in de afgelopen decennia heeft voorgedaan. Deze verhoging werd goeddeels gerealiseerd door variabilisatie, waarbij beloningscomponenten gekoppeld werden aan de beurswaarde van het aandeel (opties) of aan de boekhoudwinst (bonussen). Deze stijgende beloning van topbestuurders kan moeilijk gerationaliseerd worden, zelfs indien het aandeelhoudersrendement of de boekhoudkundige winst zou worden gezien als een goede maatstaf voor de economische waarde van de onderneming. De beloningen bleven immers stijgen toen het aan het eind van de jaren negentig slechter ging met de betrokken ondernemingen, soms door nieuwe vormen van beloning, soms in de vorm van riantе vertrekpremies. Fennema/Heemskerk merken op dat zich tegelijkertijd een tendens voordeed tot sterke internationalisering van de markt

voor bestuurders, wat in Nederland leidde tot aanpassing aan de veel hogere beloningsniveau's die in Angelsaksische landen gebruikelijk zijn. Ook hier lijkt sprake van een vorm van risicomijdend groepsgedrag. Winter citeert een *Chief Executive Officer*, die op een congres opmerkte: 'I know I am being overpaid, but the benchmark shows I am not being overpaid enough'.

4 Inrichting van het ondernemingsbestuur

Wanneer wordt aangenomen dat zich, althans in het recente verleden, zekere vormen van marktfalen hebben voorgedaan die inefficiënte vormen van ondernemingsgedrag hebben mogelijk gemaakt, dan rijst de vraag welke remedies daarvoor gevonden kunnen worden, al dan niet op initiatief van de overheid. Uit de bijdragen aan deze bundel komt naar voren dat de remedies, zowel in Nederland als in andere westerse landen, gezocht worden in verschillende soorten regelgeving. Deze regelgeving kan worden onderscheiden naar (1) verbindende kracht en (2) inhoud.

Wat betreft verbindende kracht kunnen als uitersten enerzijds worden beschouwd de invoering van strafrechtelijke voorschriften, zoals de Amerikaanse *Sarbanes Oxley Act*, en anderzijds de invoering van transparantie bepalingen, die slechts voorschrijven dat ondernemingen hun interne regelingen openbaar moeten maken en daarover verantwoording moeten afleggen aan hun aandeelhouders. Varianten tussen beide uitersten zijn de opstelling van een gedragscode met of zonder wettelijk verankering in een pas-toe-of-leg-uit-voorschrift. Gedragscodes en transparantie bepalingen moeten het hebben van normbesef, bedrijfsethiek, moraal van het zakendoen, wederzijds vertrouwen (*trust*), groepsdruk of hoe men het verder ook wil noemen, als handhavingsmechanisme. Aangenomen mag worden dat van een gedragscode een wat sterkere werking uitgaat dan van transparantie bepalingen, zelfs indien de regels zijn neergelegd in een gedragscode die niet dwingend is en door het bedrijfsleven zelf is opgesteld. Gedragscodes worden al snel gezien als minimumregels waaraan in ieder geval voldaan moet worden. Overigens blijkt uit de bijdrage van Winter dat de ervaringen in het buitenland op dit punt een gemengd beeld opleveren: twee derde van de Britse beursvennootschappen blijkt op één of meer punten af te wijken van de *Combined Code*. In Duitsland blijkt daarentegen 90 procent van de vennootschappen de daar geldende *Kodex* volledig na te leven. Hierbij kan een rol spelen dat de Duitse *Kodex* minder gedetailleerde bepalingen kent dan de Britse *Combined Code*.

In Nederland is gekozen voor een beperkte aanscherping van dwingende wettelijke regels en een uitgebreide gedragscode die qua gedetailleerdheid dichter bij de Britse dan bij de Duitse code staat. Winter twijfelt aan de effectiviteit van een zuiver wettelijke aanpak, zoals in de Verenigde Staten is gevolgd. Hij meent dat deze aanpak slechts een beperkte preventieve werking zal hebben en in ieder geval niet zal helpen tegen slecht, maar niet onrechtmatig, ondernemingsbestuur. De Waal en Pieterse onderschrijven de in Nederland gevolgde aanpak. De Waal juicht ook het kabinetsvoornemen toe om tot wettelijk, publiekrechtelijk toezicht op de jaarverslaglegging te komen.

Wat betreft de inhoud van de regels krijgen twee onderwerpen het meeste aandacht in de bijdragen aan deze bundel: (1) het toezicht op het ondernemingsbestuur en (2) de beloning van bestuurders. Wat betreft het toezicht wordt door alle auteurs het probleem van de rationele apathie van aandeelhouders beklemtoond. Aandeelhouders hebben in het algemeen geen belangstelling voor het ondernemingsbestuur. Zij zijn slechts geïnteresseerd in het rendement op hun aandelen en stappen uit indien zij daarover niet tevreden zijn. Van Damme wijst erop dat dit *free rider*-probleem zijn oorzaak vindt in het karakter van het toezicht als collectief goed: voor de individuele aandeelhouder wegen de kosten van toezichtactiviteiten in de aandeelhoudersvergadering niet op tegen de opbrengsten van verbeterd rendement.

Over de oplossing van het toezichtprobleem wordt echter uiteenlopend gedacht. Pieterse beklemtoont het probleem van de rationele apathie van aandeelhouders, maar meent anderzijds toch dat het Nederlandse bedrijfsleven te ver was gegaan in de beknotting van de rechten van zijn aandeelhouders. Zijns inziens werd dit mogelijk gemaakt door de wetgeving betreffende het structuurregime die de rechten van aandeelhouders sterk heeft beperkt ten gunste van de commissarissen en ook het personeel. In zijn opvatting heeft deze beknotting het vertrouwen van de financiële markten ondermijnd en was Nederland verworden tot een soort financiële bananenrepubliek. Dit roept echter wel de vraag op waarom de rationele apathie doorbroken zou worden wanneer de rechten van aandeelhouders in formele zin worden hersteld. Op dit punt bevat de bijdrage van Winter interessante opmerkingen over de ontwikkelingen in het Verenigd Koninkrijk. Daar hebben institutionele beleggers, die te zamen 80 procent bezitten van de Britse beursgenoteerde ondernemingen (maar afzonderlijk in die ondernemingen minderheidsaandeelhouders zijn), zich aaneengesloten in koepelorganisaties om zich gezamenlijk te onttrekken aan de rationele apathie. Anderzijds wijst Van Damme op onderzoek in de Verenigde Staten waaruit blijkt dat institutionele beleggers zich passief opstellen en hun investeringen eerder terugtrekken dan dat zij zich gaan bemoeien met het ondernemingsbestuur.

Pieterse merkt op dat het probleem van de rationele apathie zich niet voordoet bij aandeelhouders die zich langjarig aan ondernemingen hebben verbonden zoals grootaandeelhouders en familie-aandeelhouders (familieleden die aandelen hebben in een onderneming waaraan de naam van de familie is verbonden). Deze kunnen niet weglopen zonder ingrijpende gevolgen voor de betrokken ondernemingen. Hij doet de suggestie dat mogelijk gemaakt zou kunnen worden, met onderkenning van de juridische haken en ogen, dat in het algemeen aandeelhouders die zich langjarig aan een onderneming verbinden daarvoor financieel beloond kunnen worden. Dit roept wel het probleem op van de bescherming van de kleine aandeelhouders. Winter releveert in dit verband de Parmelat-affaire waarin kleine aandeelhouders de dupe zijn geworden van het onverantwoordelijke gedrag van de familie Tanzi. De verschillende Europese codes zijn mede gericht op de bescherming van minderheidsaandeelhouders.

Europese gedragscodes en ook de *OECD-principles* beogen niet alleen het toezicht door de aandeelhouders te versterken maar ook het toezicht door de commissarissen of, in het Angelsaksische *one-tier model*, door de niet-executieve leden van de

bestuursraad. De aanstelling van toezichthouders kan immers worden gezien als het traditionele middel om de rationele apathie van aandeelhouders te compenseren. Van Damme wijst erop dat de theorie-ontwikkeling over het gedrag van toezichthouders in de economische wetenschap minder ver is voortgeschreden dan die over het gedrag van bestuurders. Een belangrijk probleem is dat toezichthouders niet alleen een toezichthoudende maar ook een adviserende taak hebben. Bestuurders zullen geneigd zijn om toezichthouders meer informatie te geven naarmate deze zich meer toeleggen op de adviserende taak en minder op de toezichthoudende taak. De codes versterken in het algemeen de toezichthoudende taak en proberen de te verwachten nadelige effecten op de informatievoorziening te pareren door transparantie bepalingen.

Versterking van de positie van toezichthouders vindt onder andere plaats door invoering van bepalingen die de onafhankelijkheid van toezichthouders proberen veilig te stellen. De Nederlandse situatie was op dit punt enigszins paradoxaal. Immers, onder het structuurregime genoten de commissarissen althans op papier een bijzonder grote mate van onafhankelijkheid, met name door de coöptatieprocedure voor hun benoeming (commissarissen werden door de raad van commissarissen benoemd). Afschaffing van deze procedure (niet in de gedragscode maar in de wijziging van wetgeving betreffende het structuurregime) werd gemotiveerd vanuit het belang van de aandeelhouders. Nederland loopt daarmee weer in de pas met de wetgeving in andere westerse landen. Uit de bijdrage van De Waal blijkt dat ook de Nederlandse vakbeweging daarmee heeft ingestemd. Volgens De Waal kleefde aan de coöptatieprocedure een groot legitimiteitstekort dat in het licht van de ontwikkelingen op de kapitaalmarkten hoe langer hoe meer ging klemmen. Daarmee wordt aan het belang van de *stakeholders* in de onderneming en met name de werknemers, echter niet tekort gedaan. Het betekent veeleer een erkenning van het feit dat het langetermijnbelang van de aandeelhouders en daarmee van de onderneming en dat van de *stakeholders* in elkaars verlengde liggen. De onafhankelijkheid van de toezichthouders die wordt beoogd in de Europese codes en ook in de code-Tabaksblat, moet in dat licht vooral worden gezien als onafhankelijkheid tegenover de bestuurders, in het langetermijnbelang van de aandeelhouders en *stakeholders*.

De versterking van de onafhankelijkheid van commissarissen is vooral gericht op doorbreking van de belangenverstrengeling in de top van het bedrijfsleven (het *old boys network*). Winter wijst erop dat de recrutering van bestuurders en commissarissen uit een relatief kleine kring gepaard gaat met wederzijdse loyaliteit. Ondanks positieve aspecten, kan dit het vermogen om elkaar kritisch te beoordelen beperken. De vraag is echter wel of bepalingen gericht op het tegengaan van functiecumulatie en transparantie bepalingen, zoals neergelegd in de code-Tabaksblat en andere Europese codes, dit probleem afdoende oplossen.

Van Damme oppert de mogelijkheid van een variabele beloning van commissarissen. Als de commissaris het belang van de aandeelhouders moet behartigen, waarom zijn bezoldiging dan niet afhankelijk gemaakt van de resultaten van de vennootschap? De code-Tabaksblat heeft dit juist expliciet verboden in het kader van de beoogde onafhankelijkheid. Van Damme vermoedt, hoewel dit niet expliciet blijkt uit het rapport van de commissie, dat de motivering gelegen is in de

koppeling van de beloning van de bestuurders aan de resultaten van de onderneming. De bestuurders kunnen er derhalve belang bij hebben om deze resultaten mooier voor te stellen dan deze in werkelijkheid zijn. Ook hierop moet de commissaris toezicht houden. Te verwachten valt dat dit toezicht minder effectief zal zijn wanneer de commissaris zelf ook een belang heeft bij goede resultaten. Deze overweging kan volgens Van Damme het verbod misschien rechtvaardigen. Dit roept wel de vraag op of de prikkels voor commissarissen niet op een meer effectieve wijze vorm kunnen krijgen, bijvoorbeeld door hen opties toe te kennen met een ver in de toekomst gelegen uitoefendatum, van bijvoorbeeld 10 of 20 jaar na aanstelling. Dit zou hen ervan kunnen weerhouden om het kortetermijnbelang van aandeelhouders of bestuurders te laten prevaleren boven het langetermijnbelang van de onderneming.

Een geheel andere benadering van de toezichtsproblematiek blijkt uit de bijdrage van Kalff. Deze auteur ziet weinig heil in pogingen om het langetermijnbelang van de onderneming veilig te stellen door versterking van het toezicht door aandeelhouders of commissarissen als hun vertegenwoordigers. Volgens hem is de kern van het probleem juist gelegen in het feit dat aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen ten allen tijde kunnen uittreden en dus per definitie alleen maar kortetermijnbelangen hebben. Hij wijst erop dat in Europa beursgenoteerde aandelen slechts een klein deel van de kapitaalvoorziening van het bedrijfsleven voor hun rekening nemen. Hij bepleit een 'Europees' ondernemingsmodel, waarin een belangrijke toezichthoudende rol wordt toegekend aan andere risicodragende kapitaalverschaffers, zoals banken en particuliere beleggers die in ondershandse contracten voor de lange termijn *private equity* ter beschikking stellen. Volgens Kalff is in verschillende Europese landen reeds een ontwikkeling in deze richting gaande, waarbij uiteenlopende toezichtsmodaliteiten zichtbaar worden, die zijn aangepast aan de specifieke omstandigheden van de afzonderlijke ondernemingen.

Het tweede thema dat veel aandacht krijgt in de bijdragen aan deze bundel betreft de beloning van bestuurders. Van Damme biedt een overzicht van de economische literatuur vanaf het baanbrekende boek van Berle en Means (1932) waarin voor het eerst aandacht gevraagd werd voor de problemen die voortvloeien uit de voortschrijdende scheiding tussen eigendom en bestuur van ondernemingen. Centraal staat de theorievorming over het door Jensen en Meckling geïntroduceerde principaal-agentmodel (1976). Recente resultaten op basis van dit model laten zien dat een optimale beloning van bestuurders prestatie-afhankelijk is en gebaseerd moet zijn op de behaalde winst. Deze resultaten veronderstellen overigens wel een efficiënte kapitaalmarkt waarin behaalde winst goed gemeten kan worden. Van Damme wijst er verder op dat diverse bepalingen uit de code-Tabaksblat realisering van het optimale beloningspakket in de weg kunnen staan.

De variabilisatie van de beloning van bestuurders is in de gehele westerse wereld inmiddels ver voortgeschreden. Fennema/Heemskerk verstrekken feitelijke gegevens voor Nederland en Van Damme voor de Verenigde Staten. De vraag rijst of nu een betere situatie is bereikt. Verschillende auteurs plaatsen hierbij vraagtekens. De Waal spreekt van beloningskolder. Fennema/Heemskerk wijzen op zelfverrijking door een nieuwe klasse van ondernemingsbestuurders. Van

Damme wijst op nieuw Amerikaans onderzoek waarin voortbouwend op het oorspronkelijke werk van Berle en Means de gedachte van *rent seeking* door ondernemingsbestuurders verder wordt ontwikkeld. Bestuurders kunnen in deze benadering toezichthouders naar hun hand zetten om hun eigen beloning te maximaliseren. Zij kunnen ook beloond worden voor resultaten die zijn toe te schrijven aan toevulsfactoren (algemene stijging van beurskoersen) wat in een optimaal beloningscontract volgens het principaal-agentmodel niet kan gebeuren. Ook Pieterse plaatst vraagtekens bij de koppeling van de beloning van bestuurders aan koersstijgingen door middel van opties.

Wat betreft de remedies bestaat tussen de auteurs minder eenstemmigheid. Winter relateert het probleem en wijst erop dat de beloningsproblematiek in Nederland meer dan gemiddeld aandacht krijgt. De Waal wijst beloning via opties af. Hetzelfde geldt voor bonussen voor het realiseren van fusies of het afstoten van bedrijfsonderdelen. Wanneer men een zekere koppeling aan het ondernemingsresultaat wil, zou dit in zijn opvatting vorm kunnen krijgen door bestuurders te verplichten uit eigen middelen een bepaald aandelenpakket op te bouwen. Hij onderschrijft de ingevoerde wettelijke verplichting tot openbaarmaking van beloningspakketten waarbij tevens een zekere rol van de ondernemingsraad is voorzien. Hij is het ook eens met de bepalingen van de code-Tabaksblat gericht op flattering van beloningsregelingen door de aandeelhoudersvergadering. Hij acht dit echter niet genoeg en bepleit tevens maatregelen in de inkomstenbelasting gericht op aanzienlijke zwaardere belasting van zeer hoge inkomens.

Tenslotte kan gewezen worden op de benadering van Fennema/Heemskerk volgens welke het zoeken naar effectieve economische prikkels minder zinvol is. Volgens deze auteurs zijn groepsnormen en cultureel bepaalde opvattingen in de top van het bedrijfsleven belangrijker dan economische prikkels. Volgens hen vervulde het traditionele *old boys network* ook een positieve rol doordat het bijdroeg aan het verantwoordelijkheidsbesef van de elite van het bedrijfsleven. Zij wijzen erop dat de oude rijken meer aandacht hadden voor het ondernemingsbelang op lange termijn, maar ook op de *civic community* in de omgeving van de onderneming. Juist de afbraak van dit netwerk en de opkomst van een klasse van nieuwe rijken bij wie dit verantwoordelijkheidsbesef ontbreekt, heeft geleid tot exorbitante beloningspraktijken.

Aangenomen dat sprake is van marktfalen in de relevante markten, is er ruimte voor schadelijk gedrag dat ongestraft blijft. De institutioneel-economische en de sociologische beschouwingwijze sluiten elkaar bij de analyse van dit gedrag niet uit. Dit geldt zowel voor uitoefening van het toezicht op het ondernemingsbestuur als voor de beloningspraktijken.

Goede bestuursinstellingen binnen de onderneming kunnen de ruimte voor schadelijk gedrag ten dele inperken, maar wellicht niet opheffen. Groepsnormen en elitecultuur kunnen in die situatie een rol spelen. De Europese codes en de code-Tabaksblat bevatten regels die beogen economische prikkels te verbeteren maar die ook geïnterpreteerd worden als een bijdrage aan de meningsvorming over normen en waarden in het bedrijfsleven. Het gaat dan niet meer om de *visible hand* van de overheid of de *invisible hand* van het marktmechanisme. Men moet

eerder denken aan de *moral sentiments*, die volgens Adam Smith eveneens onmisbaar zijn voor een florerend economisch leven in iedere welvarende natie.

LITERATUUR

- Berle, A.A., and G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan Company
- Commissie corporate governance (2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: Ministerie van Financiën (rapport Commissie-Tabaksblat; als bijlage 1 opgenomen in deze bundel)
- Grossman, S.J., and O.D. Hart (1980), Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64
- Jensen, M.C., and W. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360
- OECD (2004), *Principles of Good Corporate Governance*, Paris: OECD
- Schenk, H.E.J.J. (2005), *Mergers, Efficient Choice and International Competitiveness: Bandwagon Behaviour and Industrial Policy Implications*, Aldershot/Oxford: Edward Elgar (forthcoming)
- Smith, A. (1776/1976), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Chicago: University of Chicago Press

Recente ontwikkelingen

R. Abma*

1 Inleiding

Sinds het verschijnen van de concept-*corporate governance*-code van de Commissie-Tabaksblat op 1 juli 2003 staat *corporate governance* hoog op de agenda van de directies en raden van commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen, van de aandeelhoudersvergaderingen en van de politiek. De discussie over *corporate governance* is echter al veel ouder. Sinds de oprichting in 1602 van de eerste beursgenoteerde onderneming, de Verenigde Oost-Indische Compagnie, wordt er gezocht naar optimale bestuursstructuren en effectief toezicht, naar goede *checks and balances* binnen de beursgenoteerde ondernemingen (Frentrop, 2002). Dit hoofdstuk bevat een overzicht van de discussie terzake en de concrete maatregelen die Nederland in de afgelopen decennia heeft genomen om de *checks and balances* te versterken. In tegenstelling tot het buitenland waren mismanagement en déconfitures van gerenommeerde ondernemingen in Nederland *niet* de directe aanleiding voor het hernieuwd aan de orde stellen van de *corporate governance*-structuur van ondernemingen. De discussie over beschermingsconstructies is in Nederland aanleiding geweest tot het instellen van de eerste Commissie Corporate Governance (naar haar voorzitter ook wel de Commissie-Peters genoemd) in 1996. Daarna verschoof de discussie – mede naar aanleiding van een aantal boekhoudschandalen en van de algemene maatschappelijke tendens van een grotere mondigheid van burgers – ook steeds meer naar transparantie en het afleggen van verantwoording. Centraal element in de ontwikkeling van de *corporate governance*-discussie blijft de versterking van de positie van de aandeelhouders. De redenering is dat de dreiging van ontslag door aandeelhouders of overname door een andere onderneming het bestuur en de raad van commissarissen prikkelt om goed beleid te voeren. Uit deze bijdrage zal blijken dat het zoeken naar een goede balans in de zeggenschapsverhoudingen een traject van de lange adem is, waar slechts kleine stapjes vooruit kunnen worden gemaakt. Bestuurders en commissarissen zijn niet bereid om zonder slag of stoot een deel van hun macht aan aandeelhouders af te staan.

2 Beschermingsconstructies

Beschermingsconstructies zijn middelen waarmee een onderneming zich wapent tegen een overname door een haar onwelgevallige partij. Beschermingsconstructies zijn een wereldwijd fenomeen, maar hebben in Nederland een eigen vorm.

* Ministerie van Financiën; secretaris van de Commissie corporate governance (Commissie-Tabaksblat).

Het belangrijkste verschil met de 'universele' beschermingsconstructies zit erin dat de Nederlandse constructies niet alleen in 'oorlogstijd' (vijandige overnamesituaties) werken, zoals veelal in het buitenland, maar ook in 'vredestijd' (niet-overnamesituaties). Aandeelhouders zijn op deze wijze vaak permanent monddood gemaakt en kunnen de rol als correctiemechanisme voor falend beleid en toezicht niet waarmaken. Ook het corrigerende vermogen van een actieve overnamemarkt is vrijwel afwezig. Een bekend voorbeeld daarvan is certificering van aandelen: de aandelen van de onderneming worden geplaatst bij een bevriende stichting-administratiekantoor, die de eigenlijke kapitaalverschaffers slechts stemrechtloze certificaten geeft. Alleen deze certificaten zijn aan de beurs genoteerd. Een 'overvaller' kan op deze wijze slechts stemrechtloze certificaten opkopen, welke de overvaller geen zeggenschap biedt. Een andere populaire beschermingsconstructie is de uitgifte van zogenoemde prioriteitsaandelen aan een stichting waarvan het bestuur veelal wordt gevormd door bestuurders en commissarissen van de onderneming. Dergelijke aandelen genieten bijzondere zeggenschapsrechten, zoals het recht om een bindende voordracht te doen voor de benoeming van bestuurders of commissarissen, en het recht van veto bij ontslag van bestuurders en commissarissen, bij statutenwijziging en/of bij ontbinding. Een overnemende partij kan via deze constructie geen ingrijpende maatregelen binnen de onderneming nemen zonder medewerking van de houder van prioriteitsaandelen. Tot slot is de uitgifte van preferente aandelen een veel voorkomend verschijnsel bij Nederlandse ondernemingen. Onderscheid kan worden gemaakt tussen zogenoemde beschermings- en financieringspreferente aandelen. In het geval van beschermingspreferente aandelen worden de aandelen geplaatst bij een bevriende stichting, die mede wordt bestuurd door een aantal bestuurders en commissarissen van de betreffende onderneming. Op een relatief goedkope manier wordt zo een nieuwe, bevriende, meerderheidsaandeelhouder gecreëerd. De aandelen worden namelijk tegen nominale waarde uitgegeven. Deze nominale waarde ligt vaak sterk onder de dan geldende beurswaarde. Bovendien hoeft slechts 25 procent van de nominale waarde te worden gestort. Het is voor eenieder op de aandelen dan niet mogelijk om volledige zeggenschap over de doelwitonderneming te verkrijgen, wanneer de betreffende stichting hier niet aan wil meewerken. Financieringspreferente aandelen worden gebruikt voor financiering van bedrijfsactiviteiten en worden vaak geplaatst bij 'stabiele aandeelhouders' als banken en verzekeraars. Doorgaans worden ze in pakketten geplaatst die de koper recht geven op fiscale voordelen, doordat hij voor ten minste vijf procent deelneemt in het vermogen van de onderneming. De 'stabiele aandeelhouders' verkrijgen op deze manier veel zeggenschap tegen een relatief lage prijs. De beschikking over veel zeggenschap door de banken en de verzekeraars werd veelal niet ingezet tegen het zittende bestuur van de onderneming.

De discussie over beschermingsconstructies heeft in Nederland een lange geschiedenis. De Vereniging voor de Effectenhandel (voorloper van Euronext Amsterdam NV) entameerde in 1985 een brede discussie over de positie van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen. Dit resulteerde uiteindelijk in een Bijlage x bij het Fondsenreglement van de effectenbeurs, waarbij aan het aantal en de inzet van beschermingsconstructies beperkingen zijn gesteld. In 1989 werd Bij-

lage x verscherpt en in 1992 opnieuw aangepast. De toenmalige minister van Financiën heeft destijds aan de Tweede Kamer meegedeeld dat hij deze aanpassing tot 1 april 1995 aanvaardbaar achtte.¹ Wettelijke maatregelen werden niet uitgesloten geacht. Volgens hem werd nog in onvoldoende mate tegemoet gekomen aan de uitgangspunten van het kabinet met betrekking tot de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies. Eén van de uitgangspunten was dat beschermingsconstructies van tijdelijke duur moeten zijn. Na langdurige onderhandelingen werd in februari 1996 ten slotte een compromis bereikt tussen de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO), de Vereniging voor de Effectenhandel, het Ministerie van Financiën en het Ministerie van Economische Zaken. Dat compromis is vervat in een wetsvoorstel dat in 1997 aan de Tweede Kamer is aangeboden, met als kernpunt dat beschermingsconstructies uiteindelijk – door tussenkomst van de rechter – na ten minste een jaar kunnen worden doorbroken, mits een aandeelhouder of certificaathouder ten minste 70 procent van het kapitaal van de onderneming verschaft.² Dat wetsvoorstel ligt al lange tijd onaangevoerd in de Tweede Kamer. Het kabinet-Balkenende 1 heeft het wetsvoorstel in 2002 in ‘heroverweging’ genomen, omdat het eerst wilde bekijken wat de gevolgen van de Europese overnamerichtlijn (ook wel de 13de richtlijn vennootschapsrecht genoemd) voor het wetsvoorstel zijn. De overnamerichtlijn bevat een aantal artikelen over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies in relatie tot een openbaar bod. Pas na ruim 15 jaar onderhandelen kon de Europese overnamerichtlijn op 30 april 2004 in het Publicatieblad van de Europese Unie gepubliceerd worden.³

3 Eerste Commissie Corporate Governance

Het wetsvoorstel betreffende de doorbreking van beschermingsconstructies voorzag in een regeling bij impasses in vooral vijandige overnamesituaties (de zogenoemde oorlogstijd). Bij de slotdiscussie in februari 1996 over dit wetsvoorstel spraken de betrokkenen af dat tegelijkertijd een gedragscode ontwikkeld zou worden waarin de zeggenschap van aandeelhouders in situaties waarbij er géén sprake is van een overname geregeld zou worden (de zogenoemde vreedstijd). De eerste Commissie Corporate Governance, onder voorzitterschap van de voormalig bestuursvoorzitter van Aegon Jaap Peters, was in april 1996 een feit. Deze commissie kreeg tot taak te onderzoeken of het toenmalige evenwicht tussen toezicht, bestuur en aandeelhouders binnen de beursgenoteerde ondernemingen houdbaar was tegen de achtergrond van de internationalisering van de Nederlandse economie. De Commissie-Peters publiceerde in oktober 1996 haar conceptrapport. Na een uitgebreide consultatie werd in juni 1997 het definitieve rapport gepresenteerd. Het rapport bevat aanbevelingen om de transparantie over het gevoerde ondernemingsbeleid en de verantwoording daarover te vergroten en om de aandeelhouders meer zeggenschap te geven, zodat zij inadequaat beleid of inadequate beleidsvoering kunnen corrigeren (Commissie Corporate Governance, 1997).

¹ Brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer d.d. 27 mei 1992, kenmerk BGW 92/1230.

² Tweede Kamer (1997-1998).

³ Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PBEG LI42).

4 Aanbevelingen, geen wetswijzigingen

De Commissie-Peters stelde geen wetswijzigingen voor, maar er werden aanbevelingen gedaan voor zelfregulering binnen het bestaande wettelijke kader. De Commissie-Peters stelde dat de grote verscheidenheid in de wijze waarop de diverse ondernemingen in Nederland zijn ingericht wetgeving zeer moeilijk en eerder verstarrend maakt. Bovendien wilde de commissie zich niet branden aan een lange, ideologische discussie over het structuurregime.

Het structuurregime werd in 1971 het voor grote ondernemingen (meer dan honderd werknemers) wettelijk voorgeschreven bestuursregime.⁴ Het structuurregime houdt in dat een onderneming wettelijk verplicht is een raad van commissarissen te hebben, die alle strategische besluiten dient goed te keuren en die bevoegd is om bestuurders te benoemen en te ontslaan. Ondernemingen kunnen ook vrijwillig het structuurregime toepassen. Tot aan de wijziging van het structuurregime per 1 oktober 2004 (zie paragraaf 7) werd de raad van commissarissen van structuurondernemingen door zichzelf benoemd (coöptatie). De aandeelhoudersvergadering kon, evenals de ondernemingsraad, bezwaar maken tegen een voorgenomen benoeming van een commissaris, maar zij had geen mogelijkheid om een falende raad van commissarissen weg te sturen, anders dan via de lange en moeizame weg van de gang naar de rechter. De macht van de aandeelhoudersvergadering werd op deze wijze behoorlijk ingeperkt. Zij had immers niet langer de mogelijkheid om zwakke bestuurders en commissarissen de deur te wijzen. Ook het vaststellingsrecht ten aanzien van de jaarrekening werd overgedragen naar de raad van commissarissen. Deze verschuiving van macht naar de raad van commissarissen was mede ingegeven door het functioneren van de aandeelhoudersvergadering. De wetgever stelde dat de aandeelhouders zich in de praktijk niet met de dagelijkse gang van zaken bemoeien. Het zou daarom – in 1971 – niet meer passend zijn grote bevoegdheden eenzijdig in de handen van de aandeelhouders te geven.

De Commissie-Peters was anno 1997 van mening dat de internationalisering van het aandelenbezit en de sterk gegroeide belangen van institutionele beleggers zouden moeten leiden tot een herwaardering van de factor kapitaal. Door middel van aanbevelingen over met name de omvang van beschermingsconstructies in vredetijd zou de positie van de aandeelhouders weer enigszins moeten worden versterkt. Zo zouden certificaathouders in vredetijd het recht moeten krijgen om te stemmen, zouden beschermingspreferente aandelen in vredetijd niet mogen uitstaan en zou het stemrecht op financieringspreferente aandelen moeten zijn gekoppeld aan de kapitaalbreng. Andere aanbevelingen hadden betrekking op samenstelling, taak, benoeming, honorering en werkwijze van de raad van commissarissen en het bestuur.

⁴ Er gelden wettelijke vrijstellingen voor ondernemingen die dochter zijn van een moeder op wie het structuurregime van toepassing is en voor de in Nederland gevestigde moeder van een internationaal concern (internationale holding).

5 Een eenmalige monitoring

De Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen werden opgeroepen gehoor te geven aan de aanbevelingen van de Commissie-Peters door in 1998 actief in te gaan op de relevante aspecten van *corporate governance*, daarvan verslag te doen en een en ander uitdrukkelijk in de aandeelhoudersvergadering van 1998 aan de orde te stellen. Om deze aanbeveling kracht bij te zetten stelde de commissie voor om te komen tot een eenmalige wijze van monitoring van de nakoming van haar aanbevelingen. In 1998 vond deze monitoring plaats, in opdracht van de Monitoringcommissie Corporate Governance. Ook van deze commissie was Jaap Peters de voorzitter (daarom ook wel de Commissie-Peters II genoemd). De Commissie-Peters II bood de onderzoeksresultaten op 3 december 1998 aan aan de minister van Financiën Zalm. De Commissie-Peters II concludeerde in haar rapport dat weliswaar door de beursgenoteerde ondernemingen redelijk gehoor was gegeven aan de aanbevelingen (meer aan die betreffende de raad van commissarissen en het bestuur dan aan die inzake de invloed van aandeelhouders), doch dat zich per saldo in de bestaande verhoudingen geen betekenisvolle wijzigingen hadden voorgedaan, met name niet op het punt van de invloed van de factor kapitaal. De bereidheid van de ondernemingen om bestaande zeggenschapsverhoudingen tussen aandeelhouders en ondernemingsleiding aan te passen bleek gering. Beschermingsconstructies als certificering, preferente aandelen en prioriteitsaandelen werden veelal intact gelaten. Hierbij dient te worden aangetekend dat de weerstand door aandeelhouders hiertegen gering was. De Commissie-Peters II vatte dat als volgt samen:

*'In het algemeen heeft de rapportage over het thema corporate governance weinig reacties opgeroepen van individuele aandeelhouders in de algemene vergaderingen van aandeelhouders 1998. Voorzover het bestuur de discussie had voorbereid werd daarop veelal met instemming of in het geheel niet gereageerd. Slechts in enkele gevallen leidde het agendapunt corporate governance tot een duidelijke confrontatie tussen bestuur en individuele aandeelhouders.'*⁵

Met de sterke koersstijgingen van de aandelen en de continue dividendstroom aan het eind van de jaren negentig van de vorige eeuw was er voor de aandeelhouders blijkbaar weinig reden om kritisch te zijn over de *corporate governance*-structuur van de beursgenoteerde ondernemingen en de zeggenschap van aandeelhouders. De commissie-Peters II sprak desalniettemin de wens uit dat de discussie over *corporate governance* zou kunnen worden gecontinueerd, mede aan de hand van verder wetenschappelijk onderzoek, andere publicaties en symposia.

6 Kabinet: toch wetswijzigingen nodig

In mei 1999 formuleerde het kabinet zijn reactie op de resultaten van het monitoringrapport.⁶ Op basis van zijn conclusie dat zelfregulering op een aantal vlakken niet bleek te werken, stelde het kabinet, in tegenstelling tot de Commissie-Peters, een aantal wetswijzigingen voor. Deze wetswijzigingen kunnen in drie blokken worden geclusterd. Ten eerste gaat het om voorstellen om de transparantie ten

⁵ Monitoringcommissie Corporate Governance (1998).

⁶ Tweede Kamer (1998-1999).

aanzien van ondernemings- en bestuursgegevens te vergroten. Ten tweede betreft het voorstellen om de zeggenschap van de aandeelhouders te vergroten, waaronder een aanpassing van het structuurregime. Ten derde werden voorstellen gedaan ter verbetering van de mogelijkheden voor aandeelhouders om deel te nemen aan de besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering. Hieronder worden de toenmalige initiatieven in elk van deze blokken behandeld.

6.1 Transparantie

Het kabinet stelde ten eerste voor dat internationaal opererende ondernemingen de mogelijkheid zouden krijgen om internationaal geaccepteerde jaarrekeningvoorschriften, zoals de *International Accounting Standards* (IAS) toe te passen voor de opmaak van hun jaarrekeningen. De informatie in de jaarrekening wint aan waarde en is beter vergelijkbaar als zij wordt gepresenteerd volgens internationaal aanvaarde normen. Het wetsvoorstel hierover is op 5 februari 2002 bij de Tweede Kamer ingediend en is nog steeds in behandeling.⁷ Dit wetsvoorstel is overigens ingehaald door een Europese verordening die stelt dat alle Europese beursgenoteerde ondernemingen vanaf 1 januari 2005 hun jaarrekening moeten opstellen aan de hand van de IAS.⁸

Mede naar aanleiding van de beginnende maatschappelijke discussie over de hoogte van de beloning van bestuurders en de soms excessieve winsten bij het uitoefenen van aandelenopties, kondigde het kabinet aan om de zogenoemde open naamloze vennootschappen (waaronder alle beursgenoteerde ondernemingen) wettelijk te verplichten openheid te verschaffen over de hoogte en de structuur van de individuele beloningen van bestuurders en commissarissen, alsmede over hun effectenbezit. Tot dan toe waren de ondernemingen slechts verplicht het totaalbedrag van de beloningen aan hun bestuurders en commissarissen in hun jaarverslag te publiceren. Het wetsvoorstel hierover werd op 5 september 2001 bij de Tweede Kamer ingediend en trad op 1 september 2002 in werking (Stb. 225). Door de wettelijk afgedwongen transparantie is de maatschappelijke discussie over 'topinkomens' geenszins geluwd, eerder aangewakkerd. Ook op de aandeelhoudersvergaderingen wordt tegenwoordig lang gesproken over dit onderwerp. Gesteld kan worden dat de Wet openbaarmaking bezoldiging en aandelenbezit van bestuurders en commissarissen zijn uitwerking niet gemist heeft.

Tot slot kondigde het kabinet in het kader van de vergroting van de transparantie aan om beursgenoteerde ondernemingen wettelijk te verplichten de hoofdlijnen van hun *corporate governance*-structuur in het jaarverslag te vermelden. Het kabinet wilde voorkomen dat de aandacht voor de aanbevelingen van de Commissie-Peters na verloop van tijd zou gaan verslappen. Het moest niet bij een eenmalige monitoringexercitie door de Commissie-Peters 11 blijven. *Corporate governance* hoorde een vaste plaats in het jaarverslag te krijgen. Dit kabinetsvoornemen werd echter pas na de publicatie van de conceptcode van de Commissie-Tabaksblat (zie ook paragraaf 9) in 2003 gematerialiseerd. De wet inzake de aanpassing

⁷ Tweede Kamer (2001-2002).

⁸ Verordening nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (PbEG L 243).

van het structuurregime (zie hierna) bevat de wettelijke grondslag voor de jaarlijkse beschrijving van de *corporate governance*-structuur en de ‘pas-toe-of-leg-uit’-regel bij de *corporate governance*-code, zoals ontwikkeld door de Commissie-Taaksblat.

6.2 Vergroting van de zeggenschap van aandeelhouders

In de reactie op de monitoringresultaten kondigde het kabinet aan kritisch te kijken naar enkele onderdelen van het structuurregime, te weten de criteria voor verplichte toepassing van het structuurregime en het ontbreken van een correctiemechanisme in het geval van slecht functionerende commissarissen. Onder ‘dreiging’ van een initiatiefwetsvoorstel van GroenLinks en D66 om de aandeelhoudersvergadering, de ondernemingsraad en de raad van commissarissen elk een derde van het aantal commissarisplaatsen te laten benoemen, nam het bedrijfsleven het initiatief in eigen hand. Eind 1999 werd door de werkgeversorganisatie VNO-NCW een brief naar de Tweede Kamer gestuurd, waarin werd aangedrongen op een advies van de Sociaal-Economische Raad (SER) over de toekomst van het structuurregime. De Tweede Kamer oefende vervolgens druk uit op het kabinet om de SER over dit onderwerp advies te vragen. Het kabinet willigde dit verzoek op 10 februari 2000 in. Na bijna een jaar van moeizame onderhandelingen tussen werkgevers en werknemers kon de SER op 19 januari 2001 uiteindelijk toch een unaniem advies uitbrengen over de toekomst van het structuurregime (Sociaal-Economische Raad, 2001).

In het advies werd aan de belangrijkste kritiekpunten van het structuurregime tegemoetgekomen: het coöptatiestelsel zou moeten worden verlaten en er zou een correctiemechanisme moeten komen voor tekortschietend toezicht. Het coöptatiestelsel wordt verlaten door de aandeelhoudersvergadering het recht te geven een voordracht voor de benoeming van een nieuwe commissaris, opgemaakt door de zittende raad van commissarissen, te doorbreken. Hiervoor gelden wel hoge drempels: een stemmeerderheid van twee derde, die ten minste een derde van het geplaatste kapitaal zou moeten vertegenwoordigen. De ondernemingsraad krijgt een zogenoemd versterkt voordrachtsrecht voor een derde van het aantal commissarisplaatsen. De raad van commissarissen kan slechts onder zwaarwegende omstandigheden en via een gang naar de rechter de voordracht van de ondernemingsraad naast zich neerleggen. Het correctiemechanisme voor falend toezicht wordt aldus vormgegeven dat de aandeelhoudersvergadering met een twee derde stemmeerderheid, vertegenwoordigende ten minste een derde van het geplaatste kapitaal de gehele raad van commissarissen naar huis kan sturen. De aandeelhoudersvergadering heeft *niet* de bevoegdheid om een individuele commissaris te ontslaan.

De SER sprak zich niet alleen uit over het structuurregime, maar adviseerde ook nog de rechten van aandeelhouders op een aantal punten uit te breiden. Deze rechten moeten niet alleen gelden voor de aandeelhouders van structuurondernemingen, maar voor alle beursgenoteerde ondernemingen. Een aantal van deze suggesties was echter ook al door het kabinet gedaan in de reactie op de monitoring-resultaten. Zo moeten de aandeelhouders en de certificaathouders die een be-

paald kapitaalbelang vertegenwoordigen het recht krijgen om onderwerpen voor de agenda van de aandeelhoudersvergadering aan te dragen. Voorts moeten certificaathouders in de niet-overnamesituaties het recht krijgen te stemmen in de aandeelhoudersvergadering. Tot slot stelde de SER voor om belangrijke bestuursbesluiten, zoals het aangaan en afstoten van wezenlijke deelnemingen en *joint ventures*, voortaan te laten goedkeuren door de aandeelhoudersvergadering.

Het kabinet maakte op 9 februari 2001 bekend dat het de voorstellen van de SER zou overnemen.⁹ Het wetsvoorstel betreffende de aanpassing van het structuurregime werd op 8 januari 2002 bij de Tweede Kamer ingediend en is op 1 oktober 2004 in werking getreden (Stb. 370). De wetgever heeft tijdens de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel de SER-voorstellen op een aantal punten aangescherpt ten gunste van de positie van de aandeelhouders. Zo is de benodigde stemmeerderheid voor de aandeelhoudersvergadering om een voordracht voor de benoeming van een nieuwe commissaris te doorbreken en om de gehele raad van commissarissen naar huis te sturen verlaagd naar een gewone meerderheid. De aandeelhoudersvergadering kan haar functie als correctiemechanisme in het geval van falend toezicht hierdoor eerder waarmaken. Tegen de achtergrond van de voortdurende maatschappelijke onrust over de 'topinkomens', heeft de wetgever voorts een aantal maatregelen genomen om de besluitvorming over de beloning van bestuurders en commissarissen evenwichtiger te laten plaatsvinden. De aandeelhoudersvergadering krijgt in dat kader het recht om de beloning van de individuele commissarissen vast te stellen en het beloningsbeleid ten aanzien van het bestuur. Aandelen- en optieregelingen moeten voortaan ter goedkeuring aan de aandeelhoudersvergadering worden voorgelegd. Door deze wetswijzigingen hebben de aandeelhouders een belangrijk aantal nieuwe bevoegdheden gekregen (of beter gezegd: teruggekregen), die een positieve invloed kunnen hebben op de *checks and balances* binnen de beursgenoteerde ondernemingen.

In de kabinetsreactie op het rapport van de Commissie-Peters II werd tot slot nog voorgesteld om het besluit tot vaststelling of goedkeuring van de jaarrekening op de agenda van de aandeelhoudersvergadering af te splitsen van het besluit tot goedkeuring van het door het bestuur gevoerde beleid en het door de raad van commissarissen uitgeoefende toezicht (decharge van bestuurders en commissarissen). Koppeling van deze onderwerpen tot één agendapunt leidde ertoe dat vrijwel altijd decharge aan het bestuur en aan de raad van commissarissen werd verleend, omdat de aandeelhouders bij het niet vaststellen of goedkeuren van de jaarrekening geen dividend ontvangen. Het wetsvoorstel over dit onderwerp werd op 7 november 2000 bij de Tweede Kamer ingediend en trad op 1 december 2001 in werking (Stb. 467). Sindsdien lijkt de aandeelhoudersvergadering het onthouden van decharge een populair instrument te vinden om bestuurders en commissarissen een opvoedende tik op de vingers te geven. Terwijl in de laatste decennia van de vorige eeuw aandeelhouders slechts één maal het bestuur en de raad van commissarissen niet dechargeerden (Nedlloyd), kreeg in 2003 de ondernemingsleiding van Roto Smeets De Boer als eerste met dit nieuwe wapen te maken. In

⁹ Tweede Kamer (2000-2001).

2004 volgden de ondernemingsleidingen van Ahold, Kendrion en Vilenzo. Bij Van der Moolen en bij Koninklijke Olie werd wel decharge verleend, maar waren er veel aandeelhouders die tegenstemden.

6.3 Besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering

De nieuwe rechten voor de aandeelhouders zorgen ook voor extra plichten. Wil de aandeelhoudersvergadering haar rol als correctiemechanisme voor falend bestuur en toezicht kunnen waarmaken, dan zal het absentisme in de aandeelhoudersvergadering bestreden moeten worden en zal een actievere opstelling van de aandeelhouders bevorderd moeten worden. Het kabinet kondigde daarom aan het functioneren van de aandeelhoudersvergadering te willen verbeteren door het stemmen op afstand (*proxy voting*) door aandeelhouders te faciliteren. Daartoe werd voorgesteld dat ondernemingen een zogenoemde registratiedatum kunnen invoeren. Diegenen die op een bepaalde datum voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering (registratiedatum) aandeelhouder zijn, behouden hun stemrechten, ongeacht de vraag of ze op de datum van de aandeelhoudersvergadering nog aandeelhouder zijn. Aandeelhouders zijn dan niet meer verplicht hun aandelen enige dagen voor de aandeelhoudersvergadering in bewaring te geven bij een depot. De aandeelhouders behouden dan de vrijheid om te handelen. Het wetsvoorstel hierover werd in mei 1999 bij de Tweede Kamer ingediend en trad op 15 december 1999 in werking (Stb. 518). Ondanks deze wettelijke facilitering is de participatiegraad van aandeelhouders op de aandeelhoudersvergaderingen niet toegenomen. Sinds 1998 schommelt de gemiddelde opkomst rond de 33 procent bij de ondernemingen die geen certificaten van aandelen hebben uitstaan (De Jong, Mertens en Roosenboom, 2003). Het gemiddelde aantal stemmen dat 'op afstand' wordt uitgebracht bedraagt slechts 1,6 procent van het totaal aantal stemmen op de aandeelhoudersvergadering (Van den Hoek, 2002).

7 De rechter

De Monitoringcommissie stelde in haar rapport van 1998 dat er op gebied van zeggenschap voor aandeelhouders weinig was veranderd. De aanbevelingen van de Commissie-Peters hebben niet tot een doorbraak op dit terrein geleid. De rechter heeft in de jaren daarna daarentegen wél voor veranderingen gezorgd. Het is onmiskenbaar dat de Ondernemingskamer van het gerechtshof van Amsterdam een belangrijke stempel heeft gedrukt op de ontwikkelingen in de *corporate governance* in Nederland. Vooral de uitspraken van de Ondernemingskamer in het kader van de enquêteprocedure¹⁰ waren vernieuwend (Timmerman, 2002). De uitspraken in de overnamegevechten Uni-Invest/Breevast (1999), Gucci/LVMH (1999), HBG/Ballast Nedam/Heijmans/Boskalis (2001/2002) en Rodamco North America/Westfield (2001/2002) hebben, ook nadat de Hoge Raad er soms de scherpste kantjes van had afgeslepen, geleid tot nieuwe gedragsregels met betrekking tot de informatievoorziening van de ondernemingsleiding aan aandeelhouders, de be-

¹⁰ Aandeelhouders en vakorganisaties kunnen de Ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam verzoeken een onderzoek in te stellen naar de gedragingen en het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen van een onderneming, wanneer er gerede twijfel is of deze bestuursorganen wel juist hebben gehandeld.

trokkenheid en invloed van aandeelhouders bij en op overnames en de inzet en de handhaafbaarheid van beschermingsconstructies (voor slechts een bepaalde tijd). De uitspraak van de Ondernemingskamer in de Laurus-zaak (2003) heeft de verantwoordelijkheidsstelling van zowel het bestuur als de raad van commissarissen scherper gemaakt. Bij gebrek aan reële invloed van aandeelhouders in de aandeelhoudersvergadering, moest de corrigerende kracht kennelijk van de rechter komen. In de woorden van voormalig minister van Financiën Hoogervorst:

*'Het toegenomen beroep op de Ondernemingskamer als arbiter in geschillen tussen ondernemingsleiding en aandeelhouder in de afgelopen jaren duidt op een leemte in de Nederlandse structuur van corporate governance. De aandeelhouders die wel actief zijn, kaarten hun bezwaren liever aan in de rechtszaal dan in het forum waarin dat eigenlijk thuishoort: de aandeelhoudersvergadering. Kennelijk achten zij de kans op succes bij de rechter groter dan in de aandeelhoudersvergadering.'*¹¹

8 Monitoringrapport 2002

Tegen de achtergrond van de nieuwe *corporate governance*-wetgeving, jurisprudentie, een omgeslagen beursklimaat en enkele geruchtmakende boekhoudschandalen in de Verenigde Staten nam de Nederlandse Corporate Governance Stichting (NCGS)¹² in 2002 het initiatief om de ontwikkelingen op het terrein van *corporate governance* en de wijze waarop de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen hiermee sinds het rapport van de Commissie-Peters uit 1997 omgaan, te evalueren. De resultaten werden in december 2002 aan de toenmalige minister van Financiën Hoogervorst aangeboden. De conclusies van het nieuwe monitoringrapport waren niet op alle punten positief (Nederlandse Corporate Governance Stichting, 2002). Met betrekking tot transparantie en verantwoording werd vooruitgang geconstateerd. Daarnaast werd gesteld dat de aanbevelingen ook een positieve invloed hebben gehad op de wetgeving en de rechtspleging (zie ook paragraaf 7). De onderzoekers concludeerden tegelijkertijd dat er nog veel ruimte voor verbetering was. De beursgenoteerde ondernemingen bleken een weinig proactieve houding op het terrein van *corporate governance* aan te nemen. Ondernemingen reageerden en anticepeerden meer op wetgeving dan dat zij uit eigen beweging de aanbevelingen van de Commissie-Peters naleefden. Tot slot werd geconcludeerd dat er op een aantal punten sprake is van stilstand, of zelfs achteruitgang. De onderzochte jaarverslagen boden, volgens de onderzoekers, onvoldoende informatie om aandeelhouders in staat te stellen zich een oordeel te vormen over de werkzaamheden van de commissarissen. Er was ook een beperkte aandacht voor *corporate governance* in het jaarverslag.

¹¹ H. Hoogervorst, speech ter gelegenheid van de uitreiking van de bundel 'Corporate Governance in Nederland; De stand van zaken', 18 december 2002, Universiteit van Tilburg.

¹² De Nederlandse Corporate Governance Stichting werd in 1999 opgericht door Amsterdam Exchanges (de voorloper van Euronext Amsterdam), de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen, Unilever, Achmea, Aegon, ASR, Delta Lloyd en ING. Doelstelling was om de discussie over *corporate governance* in Nederland te stimuleren en aanvullende onderzoeken te doen verrichten.

Ondanks de harde bewoordingen aan het adres van het beursgenoteerde bedrijfsleven, pleitte de Nederlandse Corporate Governance Stichting voor een laatste kans voor het bedrijfsleven. Hierbij speelde mee dat in navolging van het advies van de *High Level Group of Company Law Experts* (naar zijn voorzitter ook wel de Commissie-Winter genoemd) de Europese Commissie niet de weg van Europese *corporate governance*-wetgeving zou inslaan, maar slechts nationale lidstaten zou verplichten tot het hebben van een *corporate governance*-code (High Level Group of Company Law Experts, 2002). Volgens de Nederlandse Corporate Governance Stichting zou er een vernieuwde code voor *best practice* moeten worden opgesteld, waarbij de naleving van de code getoetst zou moeten worden. Toenmalig minister van Financiën Hoogervorst maakte tijdens zijn aanbiedingspeech kenbaar dit idee te ondersteunen. Hij riep de belanghebbende partijen op om een nieuwe Commissie corporate governance te installeren. Deze commissie zou moeten bestaan uit bestuurders, commissarissen en beleggers en zou zonder last of ruggespraak moeten functioneren.

9 Tweede Commissie corporate governance

De formatie en het opstellen van de taakopdracht van de nieuwe *corporate governance*-commissie verliepen zeer moeizaam. Lange tijd was er onenigheid tussen het bedrijfsleven aan de ene kant en de aandeelhoudersorganisaties aan de andere kant over de samenstelling van de commissie en de vraag of de commissie wel of niet aanbevelingen zou mogen geven voor wetswijzigingen. De totstandkoming van de nieuwe commissie raakte in een stroomversnelling toen de boekhoudaffaire bij Ahold (eind februari 2003) aan het licht kwam.

De tweede Commissie corporate governance, onder voorzitterschap van de voormalig bestuursvoorzitter van Unilever Morris Tabaksblat, was op 10 maart 2003 een feit. De commissie ging voortvarend te werk en publiceerde reeds op 1 juli 2003 de concept-*corporate governance*-code. De commissie profiteerde van de tijdgeest en kon een 'progressieve' conceptcode presenteren. De commissie kwam tot de conclusie dat er tekortkomingen waren in de *corporate governance*-structuur van de Nederlandse ondernemingen, die tot uiting kwamen in onjuiste *checks and balances*: veelal te veel macht en onafhankelijkheid bij het bestuur en te weinig bij de raad van commissarissen en de aandeelhouders. Bovendien vond de commissie de transparantie over het algemeen nog onvoldoende: commissarissen en aandeelhouders worden onvoldoende op de hoogte gesteld van het reilen en zeilen van de onderneming. De Commissie-Tabaksblat heeft in de conceptcode principes en bepalingen geformuleerd om dit recht te trekken.

De commissie beval de wetgever, in tegenstelling tot de aanbevelingen van de Commissie-Peters, aan om de code tanden te geven door deze wettelijk te verankeren via de zogenoemde 'pas-toe-of-leg-uit'-regel. Beursgenoteerde ondernemingen krijgen dan de wettelijke plicht om in het jaarverslag aan te geven in hoeverre zij de codebepalingen opvolgen en zo niet, waarom en in hoeverre zij daarvan afwijken. Dit heeft een aantal disciplinerende consequenties. De kans wordt kleiner dat de code van de Commissie-Tabaksblat hetzelfde lot is beschoren als de aanbevelingen van de Commissie-Peters. Door de wettelijke plicht tot rapportage over de naleving van de code in het jaarverslag kan het ontbreken van een derge-

lijke paragraaf voor de controlerend accountant aanleiding zijn zich te onthouden van een goedkeurende verklaring. In het kader van het komende wetsvoorstel betreffende het toezicht op de financiële verslaggeving zal de Autoriteit Financiële Markten (AFM) dan bovendien toetsen of de beursgenoteerde ondernemingen een verklaring over de naleving van de code in het jaarverslag hebben opgenomen. De AFM zal de verklaring niet inhoudelijk toetsen. Dat is voorbehouden aan de aandeelhoudersvergadering. De aandeelhoudersvergadering kan op de ondernemingsleiding druk uitoefenen om de code beter toe te passen dan de ondernemingsleiding zelf voorstelt. Zij kan daartoe ook maatregelen treffen, zoals het onthouden van decharge aan het bestuur en de raad van commissarissen of – als uiterste consequentie – het ontslaan van de raad van commissarissen en/of het bestuur (zie ook Winter, 2004). Daarbij geldt bovendien dat de onderneming die in het jaarverslag aangeeft hoe zij met de bepalingen omgaat, zich daarmee vastlegt ten opzichte van alle belanghebbenden van de onderneming. Geeft een onderneming aan dat een bepaalde bepaling wordt gevolgd, dan kan zij daarop bij de rechter worden aangesproken door de aandeelhouder die iets anders constateert. Voorstelbaar is verder dat aan de rechter wordt voorgelegd of handelen in strijd met gedane toezeggingen over de naleving van de code wanbeleid is in de zin van het enquêterecht.

De publicatie van de conceptcode was het startschot voor een brede maatschappelijke discussie over *corporate governance* in Nederland. Veel belanghebbenden gaven gehoor aan de oproep van de commissie om te reageren op de conceptcode. De commissie ontving 257 reacties van diverse instellingen, organisaties, ondernemingen en privé-personen. De meeste reacties waren positief van toon. Na aanvankelijke onvrede bij een aantal commissarissen (het befaamde ‘Hilton-overleg’ in augustus 2003) over de ingrijpendheid van de code, reageerde ook het georganiseerde bedrijfsleven over het algemeen gematigd positief. De wetgever ging voortvarend te werk met de aanbeveling van de commissie om de code een wettelijke basis te geven. Nog voordat de code definitief was vastgesteld, werd in het wetsvoorstel betreffende de aanpassing van het structuurregime de wettelijke basis geschapen van de ‘pas-toe-of-leg-uit’-regel (zie paragraaf 6).

Op 9 december 2003 presenteerde de Commissie-Tabaksblat de definitieve code (Commissie corporate governance, 2003). De code bevat 21 principes van goed ondernemingsbestuur. Deze principes kunnen worden opgevat als moderne, en inmiddels breed gedragen, algemene opvattingen over goede *corporate governance*. De principes zijn uitgewerkt in 113 *best practice*-bepalingen. Deze bepalingen creëren een zekere normstelling voor het gedrag van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders. Zij geven de nationale en internationale *best practice* weer en kunnen worden opgevat als een nadere invulling van de algemene beginselen van goede *corporate governance*. De commissie formuleerde verder 15 aanbevelingen aan de wetgever en aan de opstellers van de verslaggevingsstandaarden ter facilitering van de naleving van de code. De definitieve code wijkt weinig af van de conceptcode. Alleen op het gebied van de beloning van bestuurders is een aantal materiële wijzigingen doorgevoerd.

De *corporate governance*-code, en daarmee de 'pas-toe-of-leg-uit'-regel, geldt vanaf het boekjaar 2004. De Commissie-Tabaksblat heeft beursgenoteerde ondernemingen echter aanbevolen om reeds in een apart hoofdstuk in hun jaarverslagen over 2003 concreet aan te geven op welke wijze zij verwachten invulling te geven aan de naleving van de code en welke problemen hierbij worden verwacht. Daarbij werd het wenselijk geacht om dat hoofdstuk in het jaarverslag aan de orde te stellen in de aandeelhoudersvergadering in 2004.

10 Kabinetsreactie: omarming van de code

Het kabinet bracht op 1 maart 2004 zijn reactie op de Tabaksblat-code uit.¹³ Het kabinet gaf daarin aan dat het de aanpak van de Commissie-Tabaksblat steunt en vrijwel alle aanbevelingen aan de wetgever zal overnemen. Het kabinet maakte in zijn reactie onder andere zijn voornemen bekend de Tabaksblatcode als officiële gedragscode aan te wijzen, waarbij de 'pas-toe-of-leg-uit'-regel geldt. Inmiddels is de algemene maatregel van bestuur (amvb) ter uitvoering van dit voornemen voor commentaar bij de Eerste en de Tweede Kamer neergelegd.¹⁴ De amvb is zodanig geformuleerd dat de beursgenoteerde ondernemingen vanaf 1 januari 2005 worden verplicht in hun jaarverslag een mededeling op te nemen over de naleving van de principes en *best practice*-bepalingen van de Tabaksblat-code die zijn gericht tot het bestuur en de raad van commissarissen. Indien de onderneming bepaalde codevoorschriften niet heeft nageleefd of niet voornemens is deze in het volgende boekjaar na te leven, moet dit in het jaarverslag worden gemotiveerd. Dit alles betekent dat in het jaarverslag een verklaring over de naleving van *alle* codevoorschriften moet worden opgenomen, met uitzondering van die principes en *best practice*-bepalingen die zien op het handelen van bepaalde aandeelhouders¹⁵ en de externe accountant.¹⁶ Het bestuur en de raad van commissarissen hebben immers geen invloed op het gedrag van deze spelers en kunnen daar dan ook geen verslag van doen in het jaarverslag.

Het kabinet gaf in zijn reactie op de code voorts aan dat het elk jaar de mate van naleving van de code goed in ogenschouw zal nemen. Mocht de naleving in de ogen van het kabinet beneden de maat zijn, dan is niet uitgesloten dat onderdelen van de code in de wet worden opgenomen of dat andere wetswijzigingen zullen worden voorgesteld. Het kabinet kan in 2007 namelijk worden afgerekend op de toezegging het Nederlandse bedrijfsleven in internationale vergelijkingen in de kopgroep te brengen op de gebieden 'rechten en plichten van aandeelhouders',

¹³ Tweede Kamer (2003-2004a).

¹⁴ Tweede Kamer (2004-2005).

¹⁵ Het gaat hier om de voorschriften betreffende de transparantie over het functioneren en het stemgedrag van het administratiekantoor in het geval van gecertificeerde aandelen (paragraaf IV.2 van de Tabaksblatcode) en de voorschriften voor institutionele beleggers om een stembeleid te ontwikkelen en over de uitvoering van het stembeleid verslag te doen (paragraaf IV.4 van de Tabaksblatcode).

¹⁶ Het gaat hier om het voorschrift dat de externe accountant de aandeelhoudersvergadering bijwoont (bepaling v.2.1 van de Tabaksblatcode), de mogelijkheid van de externe accountant om de auditcommissie te verzoeken dat hij bij haar vergadering aanwezig mag zijn (bepaling v.4.2 van de Tabaksblatcode) en de inhoud van het verslag van de externe accountant (bepaling v.4.3 van de Tabaksblatcode).

‘transparantie’ en ‘bestuursstructuur en kwaliteit’. In navolging van de aanbeveling van de Commissie-Tabaksblad zal het kabinet daartoe een permanente Monitoringcommissie instellen, die in ieder geval jaarlijks onderzoek moet doen naar de mate van naleving van de code en verslag moet doen van eventuele onduidelijkheden en leemtes in de code. Deze commissie zal worden voorgezeten door Jean Frijns, *chief investment officer* van het pensioenfonds ABP.

De Commissie-Tabaksblad heeft in de code geen bepalingen opgenomen over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies in (vijandige) overnamesituaties. De commissie vindt dat een regeling over beschermingsconstructies wettelijk moet worden verankerd, aangezien een code hiervoor een te zwak instrument is. De commissie doet de aanbeveling om wettelijk te regelen dat beschermingsconstructies na een beperkte periode (te denken valt aan zes maanden) na het opwerpen daarvan weer worden ingetrokken. In de nota ‘Modernisering van het ondernemingsrecht’ kondigt het kabinet aan ook deze aanbeveling over te nemen.¹⁷ Deze aanbeveling zal worden verwerkt in het wetsvoorstel betreffende de implementatie van de overnamerichtlijn in de Nederlandse wetgeving (zie ook paragraaf 2). Na het eerder stranden van het wetsvoorstel betreffende de doorbreking van beschermingsconstructies ziet het er nu naar uit dat een wettelijke regeling rond (de tijdelijkheid van) beschermingsconstructies kans van slagen heeft.

11 Eerste ervaringen met de naleving van de code

Op 5 oktober 2004 werd het eerste monitoringrapport over de naleving van de Tabaksblad-code aan de voorzitter van de Monitoringcommissie-Tabaksbladcode Frijns aangeboden (Nederlandse Corporate Governance Stichting en Netherlands Institute for Corporate Governance, 2004). Aan de hand van de jaarverslagen over het boekjaar 2003, de agenda’s van de algemene vergaderingen van aandeelhouders en de websites van de beursgenoteerde ondernemingen werd onderzocht in hoeverre de beursgenoteerde ondernemingen zich conformeren aan de principes en *best practice*-bepalingen van de Tabaksbladcode. Uit het onderzoek blijkt dat de beursgenoteerde ondernemingen voortvarend aan de slag zijn gegaan met de code. Hoewel de code pas vanaf boekjaar 2004 geldt, hebben veel beursgenoteerde ondernemingen al een groot deel van de principes en *best practice*-bepalingen in hun bedrijfsvoering geïmplementeerd. De beursgenoteerde ondernemingen gaven massaal gehoor aan de aanbeveling van de Commissie-Tabaksblad om in het jaarverslag over 2003 aan te geven op welke wijze zij invulling gaan geven aan de naleving van de code en welke eventuele problemen hierbij worden verwacht: 93 procent van de 80 onderzochte ondernemingen had een apart *corporate governance*-hoofdstuk in het jaarverslag opgenomen. Ook de tweede aanbeveling van de Commissie-Tabaksblad om dit hoofdstuk aan de orde te stellen op de aandeelhoudersvergadering werd goed nageleefd: 81 procent van de beursgenoteerde ondernemingen deed dit. De ‘kwantitatieve’ codevoorschriften – de maximale benoemingstermijn voor bestuurders van vier jaar, de maximale ontslagvergoeding van één jaarsalaris, het maximale aantal commissariaten van vijf – scoorden over het algemeen het laagst. De ondernemingen geven daarbij aan dat dit te maken heeft

¹⁷ Tweede Kamer (2003-2004b).

met bestaande contracten en benoemingen. Zij beloven beterschap op het moment dat nieuwe benoemingen en contracten aan de orde zijn. Het positieve beeld over de acceptatie van de Tabaksblatcode wordt bevestigd door andere onderzoeken. Onderzoeksbureau IRIS Aandelenresearch (2004) concludeert bijvoorbeeld dat er duidelijke verbeteringen hebben plaatsgevonden op het gebied van informatievoorziening aan de aandeelhoudersvergadering en over de raad van commissarissen. Ook rekruteringsbureau Spencer Stuart (2004) constateert meer transparantie ten aanzien van de samenstelling, taak en werkwijze van de raad van commissarissen en zijn commissies. Kempen & Co (2004) verwacht dat een correcte implementatie van de Tabaksblatcode kan bijdragen aan een verlaging van de onderwaardering van Nederlandse aandelen in vergelijking met Europese aandelen.

Uit de verschillende onderzoeken komt echter ook naar voren dat de aandeelhoudersvergadering nog steeds niet optimaal functioneert. Dit ligt zowel aan de activiteiten van de aandeelhouders zelf als aan de terughoudendheid van ondernemingen om aandeelhouders meer zeggenschap te geven. De gemiddelde opkomst op de aandeelhoudersvergaderingen (van ondernemingen die geen certificaten aan de beurs hebben genoteerd) is in 2004 niet gestegen; zij ligt nog steeds rond de 33 procent (Conijn, 2004). Pensioenfondsen laten vaak van zich horen, maar verzekeringsmaatschappijen, banken en de meeste beleggingsinstellingen laten zich nog steeds nauwelijks zien. In dat beeld lijkt in 2005 verbetering te komen. Zo hebben Robeco, Aegon, Fortis, ING, ABN AMRO en Kempen & Co recentelijk aangekondigd actiever te worden op de aandeelhoudersvergaderingen of te gaan stemmen (Lambregtse, 2004). In navolging van de bepaling in de Tabaksblatcode over institutionele beleggers zullen zij een stembeleid ontwikkelen en periodiek verslag doen van de uitvoering van dit beleid.

De beursgenoteerde ondernemingen geven aan de andere kant nog niet massaal gevolg aan de codebepalingen die certificaathouders en aandeelhouders meer invloed geven. Volgens het IRIS-onderzoek geeft slechts 29 procent van alle 'gecertificeerde' ondernemingen certificaathouders de mogelijkheid om onder alle omstandigheden en onbeperkt te stemmen. Nog maar 17 procent van de beursgenoteerde ondernemingen past de codebepaling toe, die ziet op een verlaging van de drempels voor de aandeelhoudersvergadering om slecht functionerende bestuurders of commissarissen te ontslaan dan wel een voordracht voor de benoeming van een bestuurder of commissaris te doorbreken. Afgewacht moet worden of in de volgende jaren een doorbraak te constateren valt.

12 Afsluiting

In dit hoofdstuk is een beeld geschetst van de *corporate governance*-discussie in Nederland in de afgelopen decennia. De discussie is lang en moeizaam geweest. Gelet op het feit dat het bij *corporate governance* in wezen draait om een verdeling van de macht binnen de beursgenoteerde ondernemingen tussen bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders is dat niet verrassend. Langzaam maar zeker wordt de positie van de aandeelhoudersvergadering versterkt, door zowel nieuwe wetgeving als de nieuwe *corporate governance*-code. Onder invloed van de interna-

tionalisering van de kapitaalmarkt en de individualisering van de maatschappij (en de daarmee gepaard gaande mondigheid van burgers en aandeelhouders) zijn ondernemingen ook wel gedwongen om aandeelhouders meer invloed te geven en transparanter te zijn over hun handelen. Ondernemingen die zich niet aan de nieuwe nationale en internationale mores aanpassen voeren een achterhoedegevecht. Zij worden ofwel overgenomen of trekken zich (gedwongen) van de effectenbeurs terug. De verhoogde transparantie en het toenemend aantal rechten hebben voor de aandeelhouders ook een keerzijde. Van hen wordt in toenemende mate verwacht dat zij zich ook echt verdiepen in de toestand van de onderneming en actief meedoen aan de besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering over de toekomst van de onderneming. Het valt te verwachten dat de discussie over *corporate governance* zich de komende jaren daarom meer zal verleggen van een versterking van de positie van de aandeelhouder naar de vraag hoe de aandeelhouder omgaat met de nieuw of teruggewonnen rechten. De discussie zal zich waarschijnlijk dan gaan toespitsen op de *governance*-structuren van de grote aandeelhouders zelf (de institutionele beleggers) en de legitimatie van hun optreden, de *governance*-structuren en transparantie van de bureaus die de grote aandeelhouders adviseren over het stemgedrag, de regels die grootaandeelhouders in acht moeten nemen tegenover de minderheidsaandeelhouders en de regels die een aandeelhouder in acht moet nemen tegenover de onderneming waarin hij belegt om de onderneming en andere aandeelhouders geen onnodige schade te berokkenen. De nieuw in te stellen Monitoringcommissie zal zich al met al niet hoeven te vervelen.

LITERATUUR

- Commissie Corporate Governance (1997), *Corporate Governance in Nederland. De veertig aanbevelingen*, Amsterdam: Secretariaat Commissie Corporate Governance (rapport Commissie-Peters)
- Commissie corporate governance (2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: Ministerie van Financiën (rapport Commissie-Tabaksblat; als bijlage 1 opgenomen in deze bundel)
- Conijn, F. (2004), Belegger blijft weg van ava; Jaarvergadering niet in trek ondanks oproep Tabaksblat, *Het Financieele Dagblad*, 1 juni, 1 en 11
- Frentrop, P. (2002), *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de voc; Corporate governance 1602-2002*, Amsterdam: Promotheus
- High Level Group of Company Law Experts (2002), *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels: European Commission
- Hoek, M.P. van den (2002), Resultaten Communicatiekanaal 2000 en 2001, *Ondernemingsrecht*, 2002-1, 2-8
- IRIS Aandelenresearch (2004), *Corporate Governance: een grote sprong vooruit*, Rotterdam: IRIS

- Jong, A. de, G.M.H. Mertens en P.G.J. Roosenboom (2003), *Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1998-2002*, Rotterdam: Erasmus Universiteit Rotterdam
- Kempen & Co (2004), *Dutch Corporate Governance. Tabaksblat Code – The Current Status*, Amsterdam: Kempen & Co
- Lambregtse, C. (2004), Beleggers uit de kast, *Forum*, 6 mei, 38-43
- Monitoringcommissie Corporate Governance (1998), *Monitoring Corporate Governance in Nederland*, Deventer: Kluwer
- Nederlandse Corporate Governance Stichting (2002), *Corporate Governance in Nederland 2002; de stand van zaken*, Amsterdam: NCGS
- Nederlandse Corporate Governance Stichting en Netherlands Institute for Corporate Governance (2004), *Corporate Governance in Nederland 2004; De opvolging van de code geïnventariseerd*, Amsterdam: NCGS
- Sociaal-Economische Raad (2001), *Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling*, Advies 01/02, Den Haag: SER
- Spencer Stuart (2004), *The Netherlands Board Index; Board Trends and Practices at Leading Dutch Companies*, 7th ed., Amsterdam: Spencer Stuart
- Timmerman, L. (2002), Kroniek van het vennootschapsrecht, *Nederlands Juristenblad*, 77 (31), 1541-1546
- Tweede Kamer (1997-1998), *Invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap. Voorstel van wet, 25 732, nr. 2*
- Tweede Kamer (1998-1999), *Invoering van de mogelijkheden tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap. Brief van de minister van Financiën, 25 732, nr. 8*
- Tweede Kamer (2000-2001), *Invoering van de mogelijkheden tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap. Brief van de minister van Justitie, 25 732, nr. 18*
- Tweede Kamer (2001-2002), *Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het gebruik van internationale jaarrekeningstandaarden. Voorstel van wet, 28 220, nr. 2*
- Tweede Kamer (2003-2004a), *Nederlandse corporate governance code (Tabaksblatcode). Brief van de ministers van Financiën, van Justitie en van Economische Zaken, 29 449, nr. 1 (als bijlage II opgenomen in deze bundel)*
- Tweede Kamer (2003-2004b), *Modernisering van het ondernemingsrecht. Nota, 29 752, nr. 2*
- Tweede Kamer (2004-2005), *Nederlandse corporate governance code (Tabaksblatcode). Brief van de minister van Justitie, 29 449, nr. 3 (als bijlage III opgenomen in deze bundel)*
- Winter, J.W. (2004), In Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance, in P. van Schilfgaarde et al. (red.), *LT. Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vito Timmerman*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit Groningen, deel 44, Deventer: Kluwer, 331-342

Corporate governance-regulering in Nederland vanuit internationaal perspectief

J.W. Winter*

1 Inleiding

De vraag hoe wij *corporate governance* van beursvennootschappen moeten reguleren is zo oud als beursvennootschappen zelf. Bij de allereerste beursvennootschap ter wereld, de Verenigde Oost-Indische Compagnie, opgericht in 1602, speelden al serieuze *governance*-vragen die door Paul Frentrop mooi zijn beschreven in zijn proefschrift *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC, corporate governance 1602-2002*.¹ Bij deze vennootschap legden de eerste bestuurders, destijds bewindhebbers genaamd, jarenlang geen enkele verantwoording over de resultaten van de onderneming af aan de participanten. Evenmin werden uit de winsten dividenden uitgekeerd. Nadat de participanten meer dan een decennium na oprichting verontwaardiging begonnen te vertonen over de bewindhebbers die vooral met eigen zaken bezig waren en niet met wat zij voor de participanten behoorden te doen, werd een mechanisme ingevoerd om dit probleem te beteugelen. De hoofdparticanten, grote participanten die het recht hadden bewindhebber te zijn, zouden negen mannen benoemen die namens hen toezicht zouden gaan houden op de handel en wandel van de bewindhebbers en in het bijzonder ook de rekening beoordelen die zij vaststelden. De eerste commissarissen werden zo geboren.

De VOC gaf zo het eerste voorbeeld van het principaal-agentprobleem. De aandeelhouders stellen risicodragend kapitaal ter beschikking waarmee managers gaan ondernemen. Aandeelhouders hebben doorgaans een zo klein belang in het kapitaal van de vennootschap dat het niet loont zich in te spannen om exact te weten wat het beleid van de vennootschap is en daarop invloed uit te oefenen. Als dat al waarde zou opleveren, zou het overgrote deel daarvan toevloeien naar de andere aandeelhouders die die inspanning niet hebben geleverd. Dit *free ridership* maakt aandeelhouders rationeel apathisch. Zij oefenen geen invloed uit op managers, die daardoor in de praktijk een grote feitelijke macht in de onderneming hebben en zonder tegenspraak hun gang kunnen gaan. Dat hun gang kunnen gaan kan zich uiten in voortdurend onder de maat presteren maar niettemin hun goedbetaalde functie behouden (*slacking*, zoals de Engelsen dat noemen) maar ook in daadwerkelijk de activa van de ondernemingen ten eigen bate aanwenden (*stealing*). In dit verhaal zet ik uiteen op welke wijze deze problemen in de VS en in Europa worden benaderd en hoe de Nederlandse ontwikkelingen daarin passen.

* Hoogleraar Internationaal ondernemingsrecht, Universiteit van Amsterdam, partner bij De Brauw Blackstone Westbroek advocaten & notarissen, lid Commissie corporate governance (Commissie Tabaksblat), voorzitter High Level Group on Company Law (EU).

¹ Frentrop (2002).

2 Crisis en achtergronden

De huidige *governance*-crisis wordt in wezen ingegeven door deze al eeuwenoude problematiek. De meeste schandalen deden zich tot nu toe voor in de vs. In ondernemingen als Enron, Tyco en Worldcom was sprake van de ergste variant van het principaal-agentprobleem: de managers gebruikten de ondernemingen met name om zichzelf te bevoordelen en misleidden de aandeelhouders over hun praktijken. Dit alles vond plaats in een *governance*-systeem waarin de *board of directors* een overheersende rol heeft. Ten onrechte denken wij in Nederland vaak dat in de vs aandeelhouders alles voor het zeggen hebben. Dat is bepaald niet het geval. Veel bevoegdheden die in Nederland in beginsel aan aandeelhouders toekomen, zijn in de vs bevoegdheden van de *board*, zoals uitgifte en inkoop van aandelen, wijzigingen in belangrijke onderdelen van de constitutie van de vennootschap en de beslissing over beschermingsconstructies. Binnen de *board* is het doorgaans de *Chief Executive Officer (CEO)* die meestal *Chairman of the Board* is en uit dien hoofde een alles overheersende rol heeft. Hij is degene die de strategie van de onderneming bepaalt, leiding geeft aan de uitvoering daarvan en bovendien de *board* organiseert die daarop moet toezien. Zo bepaalt de *Chairman-CEO* of en zoja wanneer de *board* bij beleidsbeslissingen wordt betrokken en welke informatie deze krijgt. De overige leden van de *board* zijn doorgaans allemaal *non-executives* die persoonlijk door de *Chairman-CEO* zijn aangezocht. De positie van deze *non-executives* is traditioneel zwak.

Aandeelhouders hebben weinig formele bevoegdheden en houden zich met de besluitvorming binnen de vennootschap vaak ook niet bezig. Meer dan de helft van de aandelen in de vs worden rechtstreeks gehouden door particulieren die gezien hun zeer kleine belangen niets anders kunnen doen dan apathisch zijn en vooral proberen tijdig uit te stappen als het mis lijkt te gaan. Institutionele beleggers zijn, met uitzondering van enkele pensioenfondsen zoals Calpers, niet geïnteresseerd in zeggenschap maar slechts in liquiditeit in de markt om te kunnen uitstappen wanneer zij willen. En de Amerikaanse effectenmarkt is ook zeer liquide, zodat uitstappen vaak zonder belemmering mogelijk is, vaak ook voor grotere pakketten. Zolang dat mogelijk is, zijn weinigen geïnteresseerd in zeggenschap.

Dit ligt nogal anders in het Britse systeem. Vaak gooien wij het Amerikaanse systeem op één hoop met het Britse systeem en noemen we dat het Anglo-Amerikaanse ondernemingsmodel. Er zijn echter belangrijke verschillen. In het vk is binnen de *board of directors* al langere tijd een ontwikkeling gaande die de positie van *non-executives* versterkt. Schandalen aan het eind van de jaren tachtig, begin van de jaren negentig, onder andere de plundering van het eigen pensioenfonds door Maxwell, hebben geleid tot elkaar opvolgende *corporate governance*-codes die veel aandacht besteden aan de rol van onafhankelijke *non-executives*. De praktijk dat de *CEO* ook de *Chairman* is, is bij Britse beursvennootschappen al nagenoeg uitgebannen. De positie van aandeelhouders is daar veel sterker dan in de vs. Zonder aandeelhoudersgoedkeuring kunnen geen beschermingsconstructies worden opgeworpen, grote overnames of afstotingen worden gedaan of optieregelingen worden ingevoerd. En Britse aandeelhouders maken ook meer gebruik van hun rechten. Institutionele beleggers houden ongeveer 80 procent van de aandelen in

Britse beursvennootschappen. Ieder voor zich houden zij slechts relatief kleine belangen en staan zij bloot aan rationele apathie. Grootaandeelhouders zoals wij die op het Europese continent zien en die grote blokken aandelen houden, zijn er niet of nauwelijks in het VK. Maar een belangrijk gegeven is dat de institutionele beleggers een manier hebben gevonden om zich te onttrekken aan hun rationele apathie. Door samen te werken in organisaties als de *Association of British Insurers* (ABI) en de *National Association of Pension Funds* (NAPF), werken verzekeringmaatschappijen en pensioenfondsen samen om onderzoek te doen naar de *governance* van beursgenoteerde ondernemingen waarin zij beleggen. De ABI en NAPF adviseren hun leden om voor of tegen bepaalde besluiten te stemmen, welke adviezen door leden dikwijls worden gevolgd. Daarmee heeft zich daadwerkelijk een tegenwicht tegen het management ontwikkeld dat grenzen stelt aan het gedrag van managers. En opvallend is dat de grote schandalen van de laatste jaren zich niet in het VK hebben voorgedaan. Ik probeer het VK niet te idealiseren; er zullen ook daar nog wel eens brokken worden gemaakt. Het is echter toch opvallend dat in een systeem waarin van *non-executives* al langer meer wordt verwacht en aandeelhouders daadwerkelijk tegenwicht kunnen bieden, de schandalen zich nu niet voordoen.

Kijken we naar de rest van Europa dan zien we dat de schandalen zich in ieder geval ook voordoen bij vennootschappen met werkelijk gespreid aandelenkapitaal, zoals Vivendi, waarin de Franse variant van de *Chairman-CEO, le Président Directeur Général*, onbelemmerd zijn gang kon gaan, ongehinderd door *non-executives* en aandeelhouders. Ahold moet helaas ook worden genoemd in deze categorie. Maar ook bij ondernemingen met grootaandeelhouders spelen vergelijkbare problemen. In de meeste EU-lidstaten bestaat het merendeel van de beursvennootschappen uit vennootschappen die worden gecontroleerd door grootaandeelhouders. Men hoort daar wel zeggen dat het principaal-agentprobleem dan niet bestaat, omdat de grootaandeelhouder er alle belang bij heeft het management kritisch en van nabij te volgen. Voor de grootaandeelhouder bestaat niet een simpele exit-mogelijkheid; om de waarde van zijn belang te beschermen zal hij zich daarom daadwerkelijk met het beleid moeten bemoeien. Maar het echte probleem hier is de spanning tussen de belangen van de grootaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders. De grootaandeelhouder heeft het in zijn macht om voordelen aan de vennootschap te onttrekken, terwijl deze ook aan de minderheidsaandeelhouders toekomen. Men spreekt wel van het onttrekken van *private benefits* en van *tunneling* (tunneltjes graven), omdat het vaak stiekem gebeurt. Europa heeft ook daar zijn spectaculaire voorbeeld gekregen in de vorm van de Parmalat-affaire. Dit is een beursvennootschap waarvan de aandelen in meerderheid worden gehouden door de familie Tanzi. Van de miljarden euro's die in de laatste jaren door middel van emissies van aandelen en obligaties zijn aangetrokken verdwenen er talloze in privé-projecten van de familie, zoals een reisbureau van een dochter en de plaatselijke voetbalclub Parma die vader Tanzi bestierde. Grootaandeelhouders creëren zo hun eigen risico's en brengen bepaald niet alleen maar gemoedsrust.

3 Crisis in Nederland

Als we Nederland hiermee vergelijken, dan blijkt er een grote parallel te bestaan met de situatie in de vs. Het bestuur heeft een overheersende positie in de vennootschap. Commissarissen hebben potentieel een sterke rol, bij structuurvennootschappen zeker, maar maken traditioneel zelden gebruik van hun bevoegdheden. Van de twee taken die raden van commissarissen hebben, namelijk advisering en toezicht houden, ligt de nadruk in de praktijk op het eerste. Commissarissen houden vaak grote afstand tot het bestuur en willen vooral niet op de stoel van het bestuur gaan zitten. Dat leidt vaak tot een houding waarin zij niet zelf de volle verantwoordelijkheid voor het ondernemingsbeleid en bepaalde beslissingen daarbinnen voelen en nemen. Het veel genoemde *old boys network* kan daarbij een rol spelen. Commissarissen worden doorgaans geworven uit kringen van huidige en voormalige bestuurders van ondernemingen, omdat zij de meest relevante ervaring hebben. De kring van commissarissen en bestuurders is zo vaak relatief klein; men komt elkaar in wisselende posities in de bestuurskamers en daarbuiten tegen. De wederzijdse loyaliteit die hiermee gepaard gaat kan het vermogen om elkaar kritisch te beoordelen beperken. Daar staat tegenover dat hetzelfde netwerk wordt gebruikt om op kritische momenten gezamenlijk oplossingen te vinden en toe te passen. Zo zijn waarschijnlijk in Nederland diverse ondernemingen gered omdat men er met zijn allen de schouders onder zette. Meer kritisch vermogen in de fase daaraan voorafgaand zou er echter toe hebben kunnen bijdragen dat ondernemingen niet in de gevarenzone terecht waren gekomen.

De aandeelhoudersvergadering en individuele aandeelhouders in Nederland spelen tot dusver slechts een zeer ondergeschikte rol in de *governance* van beursvennootschappen. In aanleg liggen veel bevoegdheden bij de algemene vergadering, maar in de praktijk zijn deze waar mogelijk (en veel is mogelijk) in de statuten al gedelegeerd aan bestuur of raad van commissarissen, worden deze regelmatig door de algemene vergadering gedelegeerd, of is de besluitvorming door de algemene vergadering volledig afhankelijk van besluitvorming door de raad van commissarissen of prioriteitsaandeelhouders, die goed moeten vinden wat aan de algemene vergadering wordt voorgelegd. Het speelveld voor de algemene vergadering is traditioneel klein. De rechten van individuele aandeelhouders zijn bovendien vaak ingeperkt door certificering van aandelen. Het resultaat is hetzelfde als in de vs: aandeelhouders hebben in de vennootschappelijke organisatie weinig te zeggen en vormen dan ook in geen enkel opzicht een tegenwicht voor het bestuur. Dit heeft ertoe bijgedragen dat in Nederland ook geen cultuur is ontwikkeld waarin aandeelhouders belangstelling tonen voor het uitoefenen van zeggenschap: er valt voor hen weinig te zeggen.

En wat zien we in Nederland: een reeks affaires zoals Ahold, Getronics, KPN, Numico, Laurus, Baan en Shell. Met uitzondering van Ahold en wellicht Shell spelen in deze zaken niet werkelijk fraude-achtige elementen. Het gaat met name over *slacking*: bestuurders die hun eigen gang gaan en het eigen belang nadrukkelijk nastreven en het belang van de vennootschap en haar aandeelhouders uit het oog verliezen, commissarissen die tegenwicht kunnen bieden maar het niet doen, en aandeelhouders die geen tegenwicht kunnen bieden.

In Nederland hebben we bovendien last van wat ik maar noem beloningsallergie. Daarin staan wij niet alleen, ook in het buitenland bestaat wrevel over de moderne beloningsniveaus en -vormen van bestuurders van ondernemingen. Maar ons calvinisme gepaard met sinds de jaren zeventig een politiek-correcte nivelleringsdrang maken dat bij ons de allergie wel erg snel toeslaat. De beloningsproblematiek heeft bij ons daarom meer dan gemiddeld aandacht en voedt de maatschappelijke onrust en het crisisgevoel.

4 Crisis en regulering

Een crisis roept doorgaans om meer regels. Dat is in ieder geval de gebruikelijke reactie van de politiek. Er moeten regels komen die de huidige problemen betreffen en het liefst helemaal uitbannen. Politici moeten ook gezien worden als degenen die de problemen aanpakken. Hoe heviger de crisis, althans de perceptie ervan, hoe minder ruimte er voor politici bestaat om zich af te vragen of de problemen die zich voordoen wel met regels kunnen worden bestreden.

In de VS is de regelgeving die in zeer korte tijd in elkaar is gedraaid naar aanleiding van de reeks schandalen in het voorjaar van 2002 met name gericht op het bestrijden van fraude. Dat is ook begrijpelijk, daar in een periode van ruim drie maanden de Amerikaanse beurstoezichthouder (de SEC), meer dan 120 gevallen constateerde waarin beursvennootschappen misleidende financiële publicaties hadden gedaan. Deze fraudes moesten worden bestreden en dat is waar de *Sarbanes Oxley Act* op is gericht. De benadering past in de Amerikaanse cultuur: als we iets regelen doen we het ook goed. Dat wil zeggen: zeer juridisch, met behulp van gedetailleerde rechtsregels, waarop niet of nauwelijks uitzonderingen mogelijk zijn: *one size fits all*. En de nadruk ligt op handhaving: *catch the crooks*, zelfs met behulp van het strafrecht en zwaar overheidstoezicht.

Het zou kunnen dat deze benadering bijdraagt aan het terugdringen van *stealing* en *lying* als meest zichtbare uitingsvormen van *bad governance*. Of het dat doet valt overigens nog te betwijfelen. Wat de heren *executives* van Enron, Tyco en Worldcom allemaal uitspookten was reeds strafbaar onder het toen geldende recht. Ze werden geboeid afgevoerd omdat ze ook zonder de *Sarbanes Oxley Act* al strafbaar hadden gehandeld. De toen geldende strafrechtelijke dreiging heeft hen er kennelijk niet van weerhouden strafbare feiten te plegen. Dat is een algemeen probleem van het strafrecht. Strafrecht kan mensen in de gevangenis doen belanden, maar is doorgaans weinig effectief om mensen er buiten te houden. Vooral op strafrechtelijke handhaving gokken om problemen te bestrijden is doorgaans een heilloze weg. Daarmee wil ik niet gezegd hebben dat mensen die frauderen niet strafrechtelijk zouden moeten worden bestraft. Maar wij moeten niet de illusie hebben dat het strafrecht *corporate governance*-problemen oplost.

Wat het strafrecht zeker niet doet is preventief werken waar het gaat om *slacking*, dat wil zeggen structureel onder de maat presteren door bestuurders en commissarissen (en aandeelhouders!). Dat heeft met fraude niets uit te staan. Wat men ook zeggen kan over de commissarissen van Laurus, of zij wel voldoende kritisch naar de plannen van het bestuur hebben gekeken, of zij wel voldoende hebben ge-

staan op veiligheidsmaatregelen in de risicovolle strategie en wat dies meer zij, met fraude had het niet veel te maken. Regels die gericht zijn op het bestrijden van fraude richten niets uit tegen slecht bestuur en slecht toezicht. Daar zit wellicht het grootste deel van *bad governance*.

En wat het strafrechtelijk sanctioneren van ondernemingsbeleid, en meer in het algemeen, juridisch dwingende regulering vervolgens wel doet, is iedereen, de goeden en de kwaden, dwingen in een op *compliance* gerichte houding. Men wordt gedwongen zich steeds allereerst af te vragen of men wel aan alle regels voldoet. Hoe dwingender de regels en hoe harder de sancties en ellende die je krijgt als je er naast mocht zitten, des te meer zal de focus in de bestuurskamer gericht zijn op voldoening aan de regels in plaats van op de vraag of de goede beslissing wordt genomen en of de *governance* daadwerkelijk goed in elkaar zit. Dwingende regels hebben bovendien het effect dat zij het verantwoordelijkheidsgevoel bij de leidinggevendens wegnemen. Als alles dwingend wordt voorgeschreven, heeft de wetgever al voor hen gedacht. Men volgt de regels en als het resultaat niet deugt dan ligt het aan de regels. De primaire verantwoordelijkheid voor een goed systeem van ondernemingsbestuur ligt echter bij bestuur en commissarissen die daarvoor ook de volle verantwoordelijkheid moeten nemen.

In de maanden dat de *Sarbanes Oxley Act* werd geschreven en behandeld vroegen de Europese ministers van Financiën aan de *High Level Group of Company Law Experts* waarvan ik voorzitter was wat binnen de EU moest worden gedaan om de *governance*-problemen op te lossen. Ons was al snel duidelijk dat een *Sarbanes Oxley*-achtige benadering voor de EU niet zou kunnen werken. Binnen de EU bestonden op dat moment 15, thans 25 verschillende *corporate governance*-regimes, ieder gebaseerd op eigen tradities en culturen, ingebed in eigen juridische en economisch-financiële systemen. Het zou onmogelijk zijn om voor de werkelijkheid van 15 lidstaten een *corporate governance*-model dwingend voor te schrijven. Maar bovendien hadden wij grote aarzeling over de waarde van dwingende juridische regels om deze problemen op te lossen, zoals ik zojuist beschreef. Tenslotte bestond het inzicht dat een gerechtvaardigde behoefte bestaat bij ondernemingen om de *governance* op eigen wijze vorm te geven. Ondernemingen verschillen in omvang, geschiedenis, het beroep dat ze op de kapitaalmarkt doen, de arbeidsintensiteit, cultuur, financiële structuur en dergelijke. Dit alles heeft invloed op de vorm van het ondernemingsbestuur. Om het duidelijk te stellen: wat een adequate vorm van ondernemingsbestuur is voor Unilever is niet noodzakelijkerwijs ook adequaat voor een kleine, nationaal gerichte onderneming die net naar de beurs is gegaan.

Wij kozen er daarom voor dat het met name aan de praktijk van ondernemingen en hun aandeelhouders behoort te zijn om codes van *best practice* te ontwikkelen. Elke lidstaat zou een dergelijke nationale code moeten hebben voor genoteerde ondernemingen. Beursvennootschappen zouden de *best practice*-bepalingen moeten toepassen of, indien zij afwijken, moeten uitleggen dat en waarom zij afwijken: het *comply or explain*-mechanisme. Dit combineert twee elementen die belangrijk zijn voor het verbeteren van het systeem van *checks and balances*: aan de

ene kant flexibiliteit om de eigen inrichting te kiezen, aan de andere kant een plicht om verantwoording af te leggen en daarmee verantwoordelijkheid te nemen voor een inrichting die afwijkt van wat kennelijk in het algemeen wordt gezien als *best practice*. De regels in een code kunnen bovendien redelijk efficiënt worden aangepast aan nieuwe inzichten of om aan nieuwe geconstateerde problemen tegemoet te komen.

De *High Level Group* heeft deze benadering niet zelf bedacht. In het VK wordt al sinds 1992 gewerkt met een *corporate governance*-code, die met regelmaat is aangepast en nu door het leven gaat als de *Combined Code*. Bijzonder is dat volgens de meest recente analyse meer dan twee derde van de Britse beursvennootschappen op één of meer, en dikwijls meer punten afwijkt van die *Combined Code*.

In Duitsland heeft men in 2002 een code ingevoerd en de eerste peiling laat zien dat meer dan 90 procent van de Duitse beursvennootschappen zegt volledig aan deze code te voldoen. Dat zegt iets over de Duitse cultuur die het kennelijk nog steeds moeilijk maakt om af te wijken van gestelde normen, zelfs als zij niet dwingend zijn, maar ook iets over de Duitse *Kodex*, die vrij abstract en algemeen is gesteld. Het is betrekkelijk eenvoudig te zeggen dat men aan bepaalde principes voldoet om vervolgens uitwerkingen toe te passen die in belangrijke mate kunnen verschillen en zelfs diametraal tegenover elkaar kunnen staan.

5 De Nederlandse corporate governance-code

De code die door de Commissie-Tabaksblat is opgesteld past in de lijn die door de *High Level Group* is uitgezet.² De code bevat *corporate governance*-principes waarvan de commissie vindt dat deze algemeen in Nederland zijn aanvaard en dat daarvan niet kan worden afgeweken. Daarnaast bevat de code een groot aantal *best practice*-bepalingen. Daarvan mag een beursvennootschap afwijken, maar dan moet zij wel in haar jaarverslag uitleggen dat en waarom zij afwijkt van deze bepalingen. Ik ga in een heel korte vogelvlucht langs de verschillende bepalingen.

Van de onderwerpen die in de bepalingen omtrent het bestuur aan de orde komen, springen er twee uit. Allereerst de bepalingen dat de vennootschap een op haar toegesneden intern risicobeheersings- en controlesysteem heeft (I.1.3) en dat het bestuur in het jaarverslag onderbouwd moet verklaren dat dat systeem adequaat en effectief is (I.1.4). Deze beide bepalingen zijn in de consultatieronde volledig onderbelicht gebleven. De aandacht ging daar toch vooral naar de bepalingen die bestuurders en commissarissen persoonlijk raakten, of het nu beloning was, aandelenbezit of aantal commissariaten. Het zou mij echter niet verbazen als deze beide bepalingen uiteindelijk de meest ingrijpende gevolgen voor beursvennootschappen blijken te hebben. Voordat het bestuur met recht en zonder misleidend te zijn kan verklaren dat het *in control* is en daarbij ook de medewerking heeft van de externe accountant die deze verklaring althans marginaal dient te toetsen, moeten de interne systemen behoorlijk op orde zijn. Voor velen zal dit betekenen dat een zekere inhaalslag moet worden gemaakt om deze systemen op orde te krijgen. Dit gaat door de hele ondernemingsorganisatie heen en zal soms aanzienlijk

² Commissie corporate governance (2003).

ke inspanningen vergen en daarmee geld gaan kosten. De code gaat veel minder ver dan de *Sarbanes Oxley Act* in de zin dat de bepaling veel minder precies en gedetailleerd is dan de zee aan regels die in en onder die wet tot stand zijn gekomen. Maar daar staat tegenover dat de bepalingen uit de code niet alleen zien op de controleprocedures die verband houden met de financiële rapportage, zoals bij de *Sarbanes Oxley Act*, maar het hele ondernemingsterrein omvatten, dus ook bedrijfsveiligheid, *human resources*, contractuele en wettelijke aansprakelijkheden zoals milieuaansprakelijkheid, om maar een paar deelgebieden te noemen waar voor de onderneming risico's bestaan die beheerst moeten worden. Hier is voor veel ondernemingen nog werk aan de winkel.

De tweede groep bepalingen die voor het bestuur belangrijk zijn, zijn natuurlijk de beloningsbepalingen. De kern van deze bepalingen is dat meer inzicht moet worden verschaft in de omvang en de structuur van de beloningen. Dat de aandeelhoudersvergadering daarop ook invloed moet kunnen hebben, zowel wat betreft het beleid als in het bijzonder wat betreft aandelen- en optieregelingen, zal ook in de wet wordt neergelegd. In het wetsvoorstel tot wijziging van de structuurregeling heeft het kabinet na het uitkomen van de conceptcode opgenomen dat de aandeelhoudersvergadering het beloningsbeleid moet vaststellen en goedkeuring moet geven aan aandelen- en optieregelingen. De code vult deze bepalingen met name aan door meer gedetailleerd voor te schrijven welke details van het beloningsbeleid en de omvang en structuur van de individuele beloning van bestuurders beursvennootschappen allemaal moeten laten zien. Daarbij moet vooral veel duidelijker worden in hoeverre en op welke wijze de beloning van bestuurders is verbonden met de prestaties van de onderneming. We moeten hiervan niet te hooggespannen verwachtingen hebben. Ik heb zelf niet de illusie dat deze toegenomen transparantie zal leiden tot een matiging van beloningen. In tegendeel, de transparantie maakt dat de beloningen van bestuurders van verschillende beursvennootschappen in eerste instantie voor die bestuurders zelf vergelijkbaar worden. En bestuurders vergelijken gek genoeg uitsluitend naar boven. Zoals een *CEO* onlangs zei op een congres: 'I know I am being overpaid, but the benchmark shows I am not being overpaid enough.' Niettemin zal deze transparantie aandeelhouders in ieder geval in de gelegenheid stellen greep te houden op het totaal van de beloning, in het bijzonder indien duidelijk is dat deze niet duidelijk is verbonden met de prestaties van de onderneming.

Een belangrijk onderdeel van de code zijn de bepalingen omtrent commissarissen. Zij verhogen het verwachtingspatroon over het functioneren van commissarissen. Van hen wordt een veel grotere betrokkenheid verwacht. De drie commissies die de raad in beginsel moet instellen (audit, beloning en benoeming) dienen er toe dat commissarissen op deze gebieden veel dichter zijn betrokken bij de onderneming en haar beleid. Commissarissen worden in de code bovendien zelf verantwoordelijk gehouden voor het ontvangen van voldoende informatie. Voldoende geïnformeerd worden is niet alleen een brenschuld van het bestuur maar ook een haalschuld van individuele commissarissen. Ook van hun deskundigheid wordt meer verwacht. Zij moeten worden getraind bij binnenkomst, met name wat betreft het begrip van de onderneming waarop zij toezicht houden. Zij moe-

ten hun eigen functioneren ook nadrukkelijk evalueren, als groep en individueel. Commissarissen moeten ook hun rug recht houden. Er worden gedetailleerde bepalingen gewijd aan de onafhankelijkheid van commissarissen, er mag er in beginsel maar één zitting nemen in de raad die niet aan de criteria van onafhankelijkheid voldoet. Een gedetailleerde regeling voor omgang met concrete tegenstrijdige belangen is opgenomen. En men mag niet meer dan vijf commissariaten bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen hebben. Dat laatste ziet niet zozeer op het tijdsbeslag dat zorgvuldige uitoefening van het commissariaat vergt, maar veel meer op het doorbreken van de kleine kringen die nu de raden van commissarissen bevolken. Het stellen van een numerieke grens aan het aantal commissariaten dwingt beursvennootschappen ertoe meer uit te kijken naar andere geschikte personen die voor een commissariaat in aanmerking komen. Dit kan de onafhankelijke kritische zin van raden van commissarissen versterken.

Van aandeelhouders wordt een grotere betrokkenheid verwacht. De wetgever breidt de bevoegdheden uit, zowel wat betreft de beloningen van bestuurders, als aangaande omvangrijke transacties die het karakter van de onderneming wezenlijk beïnvloeden. De code wil bewerkstelligen dat certificaathouders onder alle omstandigheden stemrecht kunnen uitoefenen. De wetgever wilde nu nog niet zover gaan en maakt het mogelijk om certificaathouders stemvolmachten te onthouden wanneer er, kort gezegd, oorlog dreigt. Sommigen menen dat de code daarmee in strijd is met de wet, maar dat is te kort door de bocht. Bij oorlogsdreiging bestaat geen plicht voor het Administratiekantoor om stemvolmachten aan certificaathouders te geven. Niettemin vindt de commissie dat het ook dan behoorlijk ondernemingsbestuur is om die volmacht wel te geven. Juist als het er om gaat, is zelf kunnen bepalen hoe wordt gestemd cruciaal. Wil men dat niet, dan zal men in het systeem van de code moeten uitleggen dat en waarom in die gevallen geen volmachten worden gegeven.

Tenslotte moeten institutionele beleggers zich verantwoorden over hun beleid aangaande het uitoefenen van stemrecht in vennootschappen waarin zij beleggen en moeten zij minstens een maal per kwartaal verslag doen hoe zij in concrete gevallen hebben gestemd. Een verplichting tot uitoefening van stemrecht wordt door de commissie afgewezen omdat dat vaak zal leiden tot mechanisch stemmen. Het verantwoording moeten afleggen leidt daarentegen tot een plicht om duidelijk te maken in hoeverre uitoefening van stemrecht relevant is voor de bescherming van de waarde van de beleggingsportefeuille. De schandalen van de afgelopen periode laten zien dat het voor met name langetermijnbeleggers moeilijk is om duidelijk te maken dat gebruik van de aandeelhoudersrechten daarvoor niet belangrijk is.

Ook de rol van de accountant komt in de code aan de orde. Ook hij zal meer dan hij gewoon is verantwoording moeten afleggen over zijn werkzaamheden. In de aandeelhoudersvergadering kan de accountant voortaan door aandeelhouders worden bevraagd over zijn verklaring bij de jaarrekening en zijn bevindingen. De accountant behoort bestuurders en commissarissen gelijkelijk te informeren, zodat commissarissen niet alleen de door bestuurders gefilterde informatie van de accountant ontvangen. Tenslotte heeft de accountant een zekere rol bij de beoor-

deling of is voldaan de ‘pas-toe-of-leg-uit’-plicht. Volgens artikel 2: 394 BW zal overeenkomstig de aanbeveling van de commissie in het jaarverslag gemeld moeten worden of de bepalingen van de code worden gevolgd en zal bij afwijking een uitleg moeten worden gegeven. De externe accountant toetst het jaarverslag niet integraal, zoals hij wel doet met de jaarrekening, maar hij moet onderzoeken of het jaarverslag, ‘voor zover hij dat kan beoordelen, overeenkomstig deze titel is opgesteld en met de jaarrekening verenigbaar is’, aldus art. 2: 393 lid 3 BW. Zijn hem tekortkomingen in het jaarverslag gebleken, dan hoeft hij niet zijn goedkeurende verklaring bij de jaarrekening in te trekken maar mag hij volstaan met vermelding van de hem gebleken tekortkomingen, art. 2: 393 lid 5 BW. De accountant zal zo ook naar de ‘pas-toe-of-leg-uit’-verklaring in het jaarverslag moeten kijken en tenminste moeten onderzoeken of wat daar is gezegd voldoet aan de eis die wordt gesteld aan die verklaring (art. 394 BW en de daarop gebaseerde algemene maatregel van bestuur) en verenigbaar is met de jaarrekening.

Een veel gehoord punt van kritiek op de code is dat zij vol staat met zeer gedetailleerde regels. Ik zal dat niet ontkennen. Dat de code veel gedetailleerder is dan de Britse *Combined Code* waag ik te betwijfelen en valt in ieder geval niet vast te stellen enkel op grond van het aantal bepalingen (de gemiddelde Britse bepaling is drie keer zo lang als die in de code). Dat de code zo specifiek is valt voor een deel te verklaren uit de gebreken van de veertig aanbevelingen van de Commissie-Peters.³ Die vormden in 1997 het beste wat toen bereikt kon worden maar waren zeer abstract en vroegen niet om duidelijke verantwoording van hoe de *governance* nu werkelijk in elkaar zat. Het was voor de meeste beursvennootschappen betrekkelijk makkelijk om na het eerste jaar in het jaarverslag enkel nog op te nemen dat men de veertig aanbevelingen volgde, zonder uit te leggen wat en hoe. Dat is precies de situatie die nu in Duitsland bestaat, waar meer dan 90 procent van de beursvennootschappen zegt de *Kodex* volledig te volgen.

Er speelt misschien ook iets anders mee. In Nederland hebben wij wellicht een wat bijzondere relatie met regels. Ik bedoel daarmee dat wij vaak geneigd zijn regels niet heel erg serieus te nemen indien ze niet heel erg specifiek vastleggen wat kan en hoort en wat niet. Als we vinden dat iets geregeld moet worden dan doen we dat dan ook met een zeer grote mate van duidelijkheid en dus specificiteit. Daaraan hebben we wettelijke regelingen te danken inzake euthanasie, abortus en het gebruik van cannabis. Deze fenomenen bestaan overal in de wereld, alleen wij maken er specifieke, gedetailleerde regels over die hen toelaatbaar maken onder nauwkeurig omschreven omstandigheden.

6 Per saldo

De code beoogt niet in de eerste plaats het gedrag van ondernemers aan inhoudelijke, en zeker niet aan dwingende normen te binden. Wat voorop staat is dat de code beoogt bij te dragen aan het versterken van de organisatie van de organen van de beursvennootschap, in het bijzonder door sociale processen te stimuleren tussen de personen die daarvan deel uitmaken. Het gaat erom dat het bestuur daadwerkelijk verantwoording aflegt aan de raad van commissarissen, dat ook de

³ Commissie Corporate Governance (1997).

raad van commissarissen zich verantwoordelijk voelt en over zijn werkzaamheden serieuze verantwoording aflegt. Dat ook institutionele beleggers verantwoording afleggen over de rol die zij spelen in het ondernemingsbestuur van de vennootschappen waarin zij beleggen en dat de accountant verantwoording aflegt aan commissarissen en aandeelhouders over zijn bevindingen. De handhaving van dit alles ligt in private handen, niet in de handen van de overheid die door middel van strafrecht en overheidstoezicht beziet of ieder wel doet wat hij of zij zou moeten doen. Aandeelhouders moeten in de eerste plaats zelf beoordelen of zij kunnen instemmen met de *governance*-structuur die bestuur en commissarissen voorstellen. Doen zij dat niet, dan moeten zij de bevoegdheden die hen toekomen aanwenden om bestuurders en commissarissen tot andere gedachten te brengen. Met behulp van het wetsvoorstel tot wijziging van de structuurregeling zullen de bevoegdheden van de aandeelhouders om dat te doen toenemen: ze kunnen hun afkeuring expliciet duidelijk maken, decharge aan bestuurders en commissarissen onthouden, goedkeuring voor grote transacties weigeren, een ander beloningsbeleid vaststellen dan door bestuurders en commissarissen gewenst en tenslotte bestuurders en commissarissen ontslaan. Het debat met de aandeelhouders vindt vandaag de dag overigens plaats in wat men wel noemt de *Court of Public Opinion*. Van de media-aandacht die geschillen in ondernemingen tegenwoordig krijgen gaat een enorme werking uit. Bestuurders, commissarissen, maar ook institutionele beleggers zijn net als sub-atomaire deeltjes: ze gedragen zich anders wanneer ze worden geobserveerd. Weten dat je er als bestuurder bij je commissarissen niet mee weg komt, omdat deze beter opletten en moeten opletten, dat je er als commissaris niet bij je aandeelhouders mee weg komt omdat je je werkelijk zult moeten verantwoorden en ook zij oplettender worden en zich moeten verantwoorden, dat je er als accountant niet mee weg komt omdat je je nadrukkelijker tegenover commissarissen en aandeelhouders zult moeten verantwoorden over je oordeel, wetende ook dat veel hiervan naar buiten komt, dit alles maakt dat het speelveld voor *slacking*, *stealing* en *lying* kleiner wordt.

Ook hier moeten we ons geen illusies maken en dat doe ik dan ook niet. Het reguleren van *corporate governance* is geen exacte wetenschap. Zowel aan de inhoud van normen en regels als aan de vorm van regelgeving kleven voor- en nadelen die niet, of niet altijd eenduidig in een bepaalde richting wijzen. Met wat voor regels we het probleem ook te lijf gaan, ook daarna zullen er *governance*-vragen zijn, soms juist opgeworpen door nieuwe regels, soms autonoom opgekomen omdat de werkelijkheid nu eenmaal voortdurend verandert, waarop wij niet aanstonds een antwoord weten. De illusie dat we schandalen als die zich de laatste tijd hebben voorgedaan voortaan zullen vermijden behoren wij zeker niet te koesteren. Maar ik ben ervan overtuigd dat op dit moment, in het licht van de reeds bestaande en komende wetgeving, een *corporate governance*-code als ontwikkeld door de Commissie-Tabaksblat per saldo een grotere bijdrage levert aan het bevorderen van goed ondernemingsbestuur dan de problemen te lijf gaan met meer dwingende, gedetailleerde en strafrechtelijk gesanctioneerde regels. De code past zo in een benadering die gemeengoed is in de Europese Unie en die in Europa bewust de voorkeur krijgt boven de Amerikaanse dwingendrechtelijke benadering.

LITERATUUR

- Commissie Corporate Governance (1997), *Corporate Governance in Nederland. De veertig aanbevelingen*, Amsterdam: secretariaat Commissie Corporate Governance (rapport Commissie-Peters)
- Commissie corporate governance (2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: Ministerie van Financiën (rapport Commissie-Tabaksblat; als bijlage 1 opgenomen in deze bundel)
- Frentrop, P. (2002), *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de voc; Corporate governance 1602-2002*, Amsterdam: Prometheus

Economische aspecten van deugdelijk ondernemingsbestuur

E.E.C. van Damme*

1 Inleiding

Het succes van de moderne naamloze vennootschap is een grote puzzel: waarom zijn miljoenen mensen bereid een groot gedeelte van hun kapitaal direct of indirect toe te vertrouwen aan ondernemingen die geleid worden door managers waarvan niet verwacht mag worden dat ze veel belang in hun welzijn zullen stellen? Wat geeft aandeelhouders het vertrouwen dat ze een redelijk rendement op hun investering zullen behalen? In het verleden betaalde een langdurige belegging in een gespreid mandje van aandelen prima uit, maar, zoals de bekende reclameleuze stelt 'in het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst'.

Adam Smith had zich, in 1776 in de *Wealth of Nations*, reeds bijzonder sceptisch getoond:

*'The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.'*¹

In het volgende hoofdstuk van boek v van de *Wealth of Nations* gaat Smith uitgebreider in op rentmeesterschap en op de risico's die men loopt wanneer men, zoals een vorst, zijn geld aan een ander toevertrouwt:

*'Princes, however, have frequently engaged in many other mercantile projects, and have been willing, like private persons, to mend their fortunes by becoming adventurers in the common branches of trade. They have scarce ever succeeded. The profusion with which the affairs of princes are always managed renders it almost impossible that they should. The agents of a prince regard the wealth of their master as inexhaustible; are careless at what price they buy; are careless at what price they sell; are careless at what expense they transport his goods from one place to the other.'*²

* Hoogleraar Micro-economie, Center for Economic Research en Tilburg Law and Economics Center (TILEC), Universiteit van Tilburg.

¹ Smith (1776/1976), Boek v, hoofdstuk 1, deel III, artikel 1.

² Smith (1776/1976), Boek v, hoofdstuk 2, deel 1.

Adam Smith ging uit van individueel eigenbelang, hij wees op de belangentegenstelling tussen de aandeelhouders en de managers van een onderneming en hij vroeg aandacht voor het agentschapsprobleem: hoe kunnen de aandeelhouders ervoor zorgen dat de leiding van het bedrijf in hun belang handelt? De citaten maken duidelijk dat Smith zelf pessimistisch was over de mogelijke oplossing van dit agentschapsprobleem. Ook de auteurs van het baanbrekende werk op dit gebied uit de vorige eeuw, Berle en Means (1932), die (opnieuw) aandacht vroegen voor de gevolgen van de steeds verder voortschrijdende scheiding tussen de eigendom en het bestuur van ondernemingen, toonden zich pessimistisch. Het ontegenzeggelijk succes van de naamloze vennootschap laat echter zien dat er klaarblijkelijk mechanismen denkbaar en implementeerbaar zijn die dit belangenconflict tegen aanvaardbare kosten oplossen. De kern van de *corporate governance*-discussie, de vraag hoe deugdelijk ondernemingsbestuur te garanderen, betreft de vraag welke mechanismen dat zijn en hoe die geïmplementeerd kunnen worden. In deze bijdrage geef ik een beknopt overzicht van de moderne economische literatuur op dit terrein,³ die zijn oorsprong vindt in het fundamentele artikel van Jensen en Meckling (1976), waarin het agentschapsprobleem voor het eerst geformaliseerd werd. Tevens geef ik op basis van de inzichten uit die literatuur kort commentaar op de Nederlandse *corporate governance*-code, zoals geformuleerd door de Commissie-Tabaksblat (Commissie corporate governance, 2003).

Mijn uitgangspunt in dit hoofdstuk is hetzelfde als dat van de Commissie-Tabaksblat: ik zie een vennootschap als een samenwerkingsverband op lange termijn van verschillende partijen (werknemers, aandeelhouders, andere kapitaalverschaffers; en meer indirect toeleveranciers, afnemers, de overheid en andere partijen) dat gericht is op het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. De onderneming heeft dus een eenduidig doel en kan beoordeeld worden op de mate waarin zij dat doel bereikt. Dat ik kies voor het aandeelhoudersperspectief en niet voor het *stakeholders*perspectief, impliceert niet dat de andere belanghebbenden gemarginaliseerd worden: maximalisatie van aandeelhouderswaarde op de lange termijn is niet mogelijk als de andere *stakeholders* niet goed bediend worden; zij moeten vertrouwen hebben dat ook hun belangen goed geborgd zijn. Via contracten is dat tot op zekere hoogte het geval; de aandeelhouder is de *residual claimant*, hij is het slechtst beschermd, hij heeft in essentie alleen het recht weer uit de onderneming te stappen. De focus op de aandeelhouder, de zwakste partij, is dus gerechtvaardigd.⁴ Dat de doelstelling ééndimensionaal is impliceert overigens niet dat deze eenvoudig meetbaar is. Alleen als kapitaalmarkten efficiënt zijn in de meest sterke betekenis van het woord (alle publieke en private informatie is reeds in de koers inbegrepen) is de huidige beurswaarde van het bedrijf een goede afspiegeling van de aandeelhouderswaarde op lange termijn. Over de consequenties van kapitaalmarktinefficiëntie kom ik later in dit hoofdstuk nog uitvoerig te spreken.

³ Voor een uitgebreider overzicht, waarin in het bijzonder meer aandacht besteed wordt aan de empirie, zie Becht, Bolton en Röell (2003).

⁴ Zie hierover ook Jensen (2001).

Het agentschapprobleem wordt veroorzaakt door de informatievoorsprong die de agent (het bestuur van de onderneming) heeft op de principaal (de aandeelhouders) en door de niet volledige parallelle tussen de belangen van de principaal en die van de agent. Bij gelijke informatie of gedeelde belangen is er geen probleem, zoals ik laat zien in paragraaf 2, waar ik de essentie van het agentschapprobleem behandel. In paragraaf 3 laat ik zien dat de markt dit probleem niet zelf oplost (Adam Smith's *invisible hand* werkt niet), zodat het probleem inderdaad serieus te nemen is. In de economische literatuur worden drie oplossingsrichtingen onderscheiden: het probleem kan 'opgelost', of op zijn minst verzacht worden door de informatieachterstand van de principaal te beperken, door de belangentegenstelling tussen partijen te reduceren, of door de ruimte voor opportunistisch gedrag van de agent in te perken. Transparantiebepalingen pogen een meer gelijk speelveld wat betreft informatie te bewerkstelligen; ze maken verantwoordelijkheden helder, zodat de gewenste acties eenvoudiger via het juridische systeem afgedwongen kunnen worden. Dergelijke bepalingen zijn fundamenteel en ze spelen in diverse *corporate governance*-codes dan ook een zeer belangrijke rol.⁵ In dit hoofdstuk zullen echter de twee andere oplossingsrichtingen centraal staan.

De belangentegenstelling tussen bestuurders en aandeelhouders kan gereduceerd worden door de bestuurders direct te belonen voor handelingen waarvan de aandeelhouders profiteren. De vraag is hier dus welke de meest gewenste beloningsstructuur voor bestuurders is, en deze vraag staat centraal in paragraaf 4 van dit hoofdstuk. De ruimte voor opportunistisch gedrag van de agent kan worden ingeperkt door diens discretionaire bevoegdheid te beperken of door toezicht op zijn handelen. Bij deze oplossingsrichting speelt echter tevens een belangenconflict tussen de aandeelhouders: het *free rider*-probleem. Alle aandeelhouders profiteren immers van het 'goed gedrag' van de bestuurder dat door het toezicht wordt uitgelokt, en van de extra aandeelhouderswaarde die zo gecreëerd wordt. De vraag is dus wie (de kosten van) het toezicht voor zijn rekening moet nemen. Een belangrijke tweede vraag is hoe het toezicht op de toezichthouder georganiseerd moet worden om samenspanning tussen bestuur en toezichthouder te voorkomen: hoe kan het systeem van toezicht optimaal vormgegeven worden? In paragraaf 5 behandel ik een aantal aspecten van dit probleem, met de nadruk op gedelegeerd toezicht door de raad van commissarissen.

Het zal duidelijk zijn dat binnen de twee genoemde oplossingsrichtingen diverse varianten denkbaar zijn en dat met elk daarvan kosten gemoeid zijn. In het algemeen zal ik laten zien dat geen enkel mechanisme ideaal is en dat gebruik van economische inzichten ('een beetje theorie') niet alleen nuttig, maar ook gevaarlijk kan zijn. Een tweede les is dat nog veel vragen open zijn, zowel theoretisch als empirisch.

2 Het *corporate governance*-probleem

Het *corporate governance*-probleem wordt veroorzaakt door asymmetrische informatie en een belangentegenstelling (of niet volledige belangenparallelle) tussen

⁵ Zie bijvoorbeeld OECD (2004).

eigenaren en bestuurders enerzijds (het agentschapprobleem), en door een collectief actieprobleem tussen eigenaren onderling anderzijds (het meeliftersprobleem). Een *corporate governance*-structuur heeft als doel deze twee problemen tegelijkertijd op te lossen. In de preambule van de Nederlandse *corporate governance*-code is te lezen dat deze als doel heeft goed ondernemerschap te bevorderen (waaronder begrepen integer en transparant handelen van het bestuur), alsmede goed toezicht op dat bestuur te bewerkstelligen (waaronder tevens begrepen afleggen van verantwoording over dat gevoerde toezicht). In de mathematische bijlage bij dit hoofdstuk behandel ik, geïnspireerd op Jensen en Meckling (1976), een zeer gestileerd voorbeeld waarmee ik de essentie van het *corporate governance*-probleem illustreer. Het voorbeeld ('model') is opgenomen om de lezer een idee te geven van de economische manier van redeneren en structureren. In de hoofdtekst beperk ik me tot een verbale weergave van het model en de daaruit volgende resultaten.

Ik ga uit van de situatie waarin een aandeelhouder *A* een manager/bestuurder *B* inhuint om voor hem een project uit te voeren. Het project kan een succes worden of kan falen en de uitkomst (opbrengst) hangt af van de acties van de manager, van de mate waarin deze zich inspant. Ik veronderstel dat *A* risiconeutraal is, en alleen geïnteresseerd is in de verwachte (netto) opbrengst van het project, terwijl *B* risico-avers is, alleen door geld gemotiveerd wordt en liever lui dan moe is. Het belangenconflict is nu dat *A* liefst ziet dat *B* zich inspant, maar dat dit voor *B* met kosten gepaard gaat, zodat *B* niet automatisch zal doen wat *A* wenst. De kern van het agentschapprobleem is de vraag: hoe kan *A* garanderen dat *B* zich inspant en datgene doet wat *A* wenst? Anders geformuleerd: welk arbeidscontract zullen *A* en *B* afsluiten?

In de mathematische appendix analyseer ik dit contracteringsprobleem voor drie verschillende situaties. Twee vragen moeten steeds beantwoord worden: hoe wordt het totale surplus gemaximaliseerd en hoe wordt het surplus verdeeld? De eerste vraag is in principe eenvoudig op te lossen: omdat *A* risiconeutraal is en *B* risico-avers, is het (Pareto-) optimaal als *A* en *B* een contract afsluiten waarbij het risico volledig bij *A* ligt; bij elk ander contract is het mogelijk het nut van minstens een van de betrokkenen (*A* of *B*) te verhogen zonder dat de ander erop achteruit gaat. Asymmetrische informatie kan er echter toe leiden dat een dergelijk *first best contract* niet realiseerbaar is. Met betrekking tot de tweede vraag neem ik in mijn analyse aan dat de markt voor managers competitief is, zodat *A* zich het gehele surplus kan toe-eigenen. Deze aanname is standaard in de principaal-agentliteratuur, maar daarmee nog niet noodzakelijk juist. In paragraaf 4 van dit hoofdstuk zal ik stilstaan bij de recente literatuur die juist betoogt dat de onderhandelingsmacht volledig bij *B* ligt.

De eerste situatie die ik analyseer is de *first best*-situatie: *A* kan kostenloos waarnemen wat *B* doet en kan dus direct afdwingen dat *B* de gewenste actie kiest, bijvoorbeeld door *B* niet (of minder) te betalen als *B* iets anders doet. In dit geval moet *B* slechts gecompenseerd worden voor de inspanning die hij verricht. Het contract dat tot stand zal komen is een 'inputcontract': *B* wordt betaald voor wat

hij doet, niet voor wat dat oplevert. Zo'n contract is (bijna per definitie) het meest gunstig voor de aandeelhouder; het leidt tot aandeelhouderswaarde V_I .

In de tweede situatie is wat B doet niet kosteloos waar te nemen. A kan echter wel toezicht houden, en dergelijk toezicht, zo nemen we aan, levert informatie op over wat B doet. Indien de kosten voor toezicht gelijk zijn aan m , dan zal de aandeelhouderswaarde in dit geval gelijk zijn aan $V_m = V_I - m$. Merk op dat als m hoog is, V_m negatief wordt zodat A dan zeker niet voor deze optie zal kiezen. Toezicht loont alleen als de kosten niet te hoog zijn. Als gevolg van het agentschapprobleem zullen projecten met positieve waarde niet noodzakelijk uitgevoerd worden. Transparantie verlaagt de kosten van toezicht en leidt tot meer waardecreatie.

Toezicht is echter niet de enige mogelijkheid om B ertoe te brengen zich in te spannen: A kan B een dusdanig contract aanbieden dat het in B 's eigen belang is datgene te doen wat A wil. Een mogelijkheid hiertoe is dat A het project aan B koopt: een *management buyout*. Op deze manier wordt het probleem geïnternaliseerd. Deze oplossing vereist echter dat B voldoende middelen heeft. Zelfs indien dat het geval is, is deze oplossing echter niet efficiënt. B draagt in dit geval immers al het risico. Het is efficiënter als A eigenaar blijft, ten dele het risico blijft dragen, en een prestatiecontract met B afspreekt: het loon conditioneert niet op de inspanning van B (het is te kostbaar om die te monitoren), maar op het bereikte resultaat: B wordt beloond als de uitkomst gunstig is voor A . Om B op deze manier te prikkelen moet een hoger (verwacht) loon geboden worden dan in de *first best*-situatie. Bijgevolg is de aandeelhouderswaarde V_p ook in dit geval kleiner dan V_I .

De *first best*-situatie is de theoretische *benchmark*, maar deze is praktisch niet realiseerbaar. In de praktijk heeft A de keuze tussen toezicht, hetgeen hem de winst V_m oplevert, of prikkelen, hetgeen tot aandeelhouderswaarde V_p leidt; hij kiest wat voor hem het meest gunstig is. In bepaalde gevallen is toezicht effectiever, in andere is een prestatiecontract optimaal, en het model maakt inzichtelijk wat in welke situaties het geval zal zijn. Wat de aandeelhouder echter ook kiest, de waarde van zijn bedrijf, het maximum van V_m en V_p is geringer dan wanneer er geen agentschapsprobleem zou zijn: om het *corporate governance*-probleem op te lossen moeten kosten gemaakt worden. Soms zijn de kosten zo hoog dat toezicht noch prikkelen soelaas biedt; de aandeelhouder zal dan van het project afzien, dit hoewel het project in principe een positieve waarde heeft. Een goede *corporate governance*-structuur moet ertoe leiden dat de kosten van het agentschapprobleem zo gering mogelijk zijn, zodat zo weinig mogelijk economische waarde verloren gaat.

De praktijk is substantieel ingewikkelder dan ons voorbeeld: er zijn meerdere kapitaalverschaffers (meerdere A 's) en het bedrijf bestaat niet alleen uit de bestuurder B . Indien voor monitoring gekozen wordt, is de vraag wie de kosten verbonden aan het toezicht voor zijn rekening moet nemen. Dubbele monitoring is ineffectief, maar minstens één van de partijen moet het doen en elke aandeelhouder heeft liever dat een ander dat doet: er is een *free rider*-probleem. Zelfs als de A 's

in staat zijn dit probleem op te lossen, bijvoorbeeld door een raad van commissarissen, *C*, in te stellen, ontstaat een nieuw probleem: hoe ervoor te zorgen dat *C* de taak serieus neemt en niet onder één hoedje speelt met *B* (collusie)?

Merk op dat er tussen de *A*'s geen conflict is over welk prikkelcontract optimaal is. Echter, het feit dat *B* niet de enige is die in het bedrijf werkt impliceert dat prikkelcontracten niet zo eenvoudig te implementeren zijn als in ons voorbeeld. Of een project een succes wordt of niet hangt niet alleen af van de inspanningen van *B*, maar ook van die van de andere werknemers. Als *B* de enige is met een *high powered incentive scheme*, dat wil zeggen een beloning die bij succes veel hoger is dan bij falen, heeft dit mogelijk negatieve repercussies voor de motivatie van de anderen en wellicht zelfs voor de uiteindelijke kans op succes: een prestatiecontract kan negatief uitwerken.⁶

Tenslotte is er nog een groot aantal praktische aspecten. Is in de praktijk succes wel zo goed te meten als in het voorbeeld? Kan *B* de uitkomst manipuleren en pretenderen dat het project succesvol is, terwijl dat uiteindelijk toch niet zo is? Leidt prestatiebeloning tot een sterkere prikkel tot manipulatie en daarmee uiteindelijk tot slechtere prestaties? Schiet het systeem zijn doel voorbij? Hoe moeten de parameters gekozen worden en wie bepaalt deze parameters? Is het misschien *B* zelf die, vanwege de informatievoorsprong, zijn eigen beloningsschema kan dicteren, met alle gevolgen van dien?

In de volgende paragrafen ga ik op deze vragen in. Paragraaf 4 behandelt een aantal aspecten die zijn gerelateerd aan prestatiebeloning, terwijl paragraaf 5 wat uitgebreider stilstaat bij het toezicht. Eerst laat ik (in paragraaf 3) echter zien dat het agentschapprobleem inderdaad een serieus probleem is, en wel omdat van de overnamemarkt in dit geval weinig soelaas te verwachten valt.

3 De overnamemarkt

Is het *corporate governance*-probleem iets om ons zorgen over te maken? Lost de markt dat probleem niet vanzelf op? Als een bedrijf niet goed geleid wordt, heeft het dan geen hogere kosten dan een ander bedrijf en wordt het dan niet door dit andere bedrijf van de markt verdreven? Als een bedrijf niet goed geleid wordt, is het dan niet mogelijk dat een ander, beter concurrerend managementteam het stuur overneemt en de aandeelhouderswaarde verhoogt? Het antwoord op deze vragen is niet noodzakelijk ja. Op veel markten is productmarktconcurrentie niet dusdanig intensief dat hogere kosten automatisch tot faillissement leiden, marktkrachten kunnen dus onvoldoende sterk zijn om deugdelijk ondernemingsbestuur af te dwingen. Ik zal in het onderstaande aan productmarktconcurrentie verder geen aandacht besteden. Met betrekking tot de tweede vraag hebben Grossman en Hart (1980) laten zien dat de overnamemarkt geplaagd wordt door een *free rider*-probleem, waardoor deze niet goed functioneert. Bijgevolg hebben inefficiënte managementteams weinig gevaar te duchten.

⁶ Zie bijvoorbeeld Bewley (1999) of Frey en Osterloh (2004).

De reden dat de overnamemarkt niet efficiënt werkt is eenvoudig te zien. Veronderstel dat een *raider*, R , in staat is de aandeelhouderswaarde van w tot W (per aandeel) te verhogen. R biedt b per aandeel waarvoor geldt $w < b < W$: om de aandeelhouders over te halen het bod te accepteren, moet R minstens de huidige koers w bieden; bij een prijs van W of hoger is de overname voor R niet meer interessant, hij maakt dan immers zelf geen winst meer, terwijl er met het overnameproces wel kosten gemoeid zijn. R zal dus niet het volledige surplus aan de huidige aandeelhouders overdragen.⁷ Een rationele, vooruitziende aandeelhouder ziet zich, voor elk aandeel dat hij bezit, geconfronteerd met het probleem uit tabel 1. In deze tabel geeft elke cel in de matrix de opbrengst aan voor de aandeelhouder per aandeel, bij deze combinatie.

Tabel 1 Het free rider-probleem bij overnames

	Bod slaagt	Bod faalt
Aanbieden	b	w
Niet aanbieden	W	w

Een kleine aandeelhouder heeft geen invloed op de uitkomst van het overnamegevecht: of het bod faalt of slaagt is onafhankelijk van wat hij doet. Als het bod faalt, wordt geen extra aandeelhouderswaarde gecreëerd; de aangeboden aandelen worden geretourneerd en de koers blijft op het lage niveau, w , steken. Als het bod slaagt, is R in staat het bedrijf over te nemen en de aandeelhouderswaarde tot W te verhogen. Een kleine aandeelhouder die denkt dat het bod zal slagen, doet er goed aan zijn stukken niet aan te bieden: in dit geval profiteert hij ten volle van de waardestijging, terwijl hij anders slechts ten dele profiteert ($b < W$); het is een dominante strategie de aandelen niet aan te bieden. Bijgevolg geldt dat als alle aanbidders klein zijn (preciezer: individueel te klein om de kans dat het bod slaagt te beïnvloeden), geen van hen zijn stukken zal aanbieden en de overnamepoging dus moet falen. Het inefficiënte management hoeft niet voor zijn baan te vrezin; potentiële waardestijgingen worden niet gerealiseerd, de markt faalt.

Het model van Grossman en Hart is (zeer) gestileerd. Variaties van het model kunnen suggereren waarom het in de praktijk toch tot overnames komt. Onzekerheid over het surplus dat de *raider* weet te realiseren, alsmede de mogelijkheid van *hybris* aan de kant van die *raider*⁸ kunnen voor een aandeelhouder reden zijn de aandelen in te leveren. Ook *corporate governance*-problemen bij de overnemende partij kunnen tot een te hoog (en daarmee acceptabel) bod leiden: de beloning van bestuurders is positief gecorreleerd met de grootte van de onderneming. Bestuurders kunnen dus baat hebben bij overnames die niet in het belang van hun aandeelhouders zijn. Verder is het ook mogelijk dat de *raider* de niet aangeboden aandelen laat verwateren, een bedreiging die reden kan zijn de huidige prijs te accepteren. De *raider* kan wellicht zijn belang ook langzaam opbouwen. Op het

⁷ Empirisch blijkt echter dat bij overnames het gehele surplus bij het doelwit terechtkomt.

⁸ Overschatting van de te realiseren synergiewinsten; zie Roll (1986).

moment dat hij een *toehold* van de aandelen tegen een lagere prijs heeft opgebouwd, is hij bereid het restant tegen een hogere prijs, eventueel W , te verwerven omdat hij zo de winst op het *toehold* kan realiseren. De conclusie die al met al uit de literatuur getrokken kan worden is dat hoe slechter de bescherming van minderheidsaandeelhouders is, hoe beter de overnamemarkt kan werken. Overigens zullen aandeelhouders ervoor kiezen bepaalde bescherming in te bouwen. Zo creëren ze onderhandelingsmacht en dwingen ze R een hogere prijs te betalen (Scharfstein, 1988).

Er is een relatief uitgebreide empirische literatuur over (vijandige) overnames, waarin overigens geen bewijs gevonden wordt voor de stelling dat vooral slecht presterende ondernemingen doelwit zijn. De ruimte ontbreekt hier om op deze literatuur in te gaan. Ik verwijs naar Andrade *et al.* (2001) voor een overzicht van de overnameactiviteiten in de vs gedurende de jaren negentig. De auteurs stellen vast dat toen ongeveer 4 procent van de overnameactiviteiten op enig moment vijandig van aard was, veel minder dan in de jaren tachtig. Ook heden ten dage is de overnamemarkt weinig actief. Ik zal er daarom verder geen aandacht aan schenken.

4 Prestatiebeloning

Geen enkel ander aspect van *corporate governance* heeft de afgelopen jaren zo in de belangstelling gestaan als de beloning van topbestuurders, die door toenmalig minister-president Wim Kok als exhibitionistische zelfverrijking betiteld werd. De aandacht wordt mede verklaard door de menselijke neiging tot jaloezie, maar er is meer aan de hand. Ook in de Nederlandse *corporate governance*-code is bezoldiging een belangrijk thema, waarvoor, in vier bladzijden tekst, twee principes en 14 *best practice*-bepalingen geformuleerd worden. Uit de omvang alleen al blijkt dat het goed regelen van de bezoldiging van de bestuurders een van de meest belangrijke onderwerpen van de code is.

De code stelt dat bestuurders een adequate bezoldiging moeten ontvangen, zowel qua hoogte als qua structuur. De bezoldiging moet dusdanig zijn dat goede bestuurders kunnen worden aangetrokken en behouden, en moet ertoe leiden dat de bestuurders in het belang van de onderneming handelen en niet in hun eigenbelang. De beloning kan bestaan uit een vast en een variabel deel. Dit laatste moet dan gekoppeld zijn aan meetbare, beïnvloedbare doelen en ertoe dienen de binding van de bestuurders aan de vennootschap te versterken. Falende bestuurders mogen bij ontslag niet beloond worden: de ontslagvergoeding bedraagt niet meer dan éénmaal het (vaste) jaarsalaris. Het bezoldigingsbeleid wordt vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders; de bezoldiging van individuele bestuurders door de raad van commissarissen. De hoogte en structuur van de bezoldiging van individuele bestuurders zijn openbaar.

De *best practice*-bepalingen uit de code vullen de boven aangegeven principes in. Zij zien vooral toe op transparantie. Dat is inderdaad noodzakelijk, maar niet voldoende. De ervaringen uit het verleden, in het bijzonder in de vs, laten zien dat ook hier geldt: *the devil is in the details*. Gegeven het agentschapprobleem is, zoals

we in paragraaf 2 gezien hebben, prestatiebeloning een goed idee. Als echter de beloningsstructuur niet goed is, kan het systeem in zijn eigen staart bijten en eerder tot slecht bestuur dan tot goed bestuur leiden. Van belang is allereerst dat aandeelhouders zich bewust zijn van het feit dat details belangrijk zijn en dat fouten in de structuur snel gemaakt worden. Ten tweede lijken niet alle *best practice*-bepalingen in de Nederlandse code even goed doordacht, terwijl sommige (bijvoorbeeld II.2.4, II.2.5 en II.2.8) misschien zelfs contraproductief zijn. Om deze beweringen te onderbouwen bespreek ik in de rest van deze paragraaf de economische lessen die te trekken zijn uit de ervaringen in de vs.

In een invloedrijk artikel in de *Harvard Business Review* in 1990 schreven Michael Jensen en Kevin Murphy dat naar hun mening destijds in de vs te weinig gebruik gemaakt werd van prestatiecontracten:

*'The relentless focus on how much CEO's are paid diverts public attention from the real problem how CEO's are paid. In most publicly held companies, the compensation of top executives is virtually independent of performance. On average, corporate America pays its most important leaders like bureaucrats. Is it any wonder then that so many CEO's act like bureaucrats rather than the value-maximizing entrepreneurs companies need to enhance their standing in world markets?'*⁹

In dat artikel lieten Jensen en Murphy zien dat aan het eind van de jaren tachtig CEO's reëel niet meer verdienden dan net na de grote depressie: zo rond de \$ 850.000 (in dollars van 1988), en dat de bezoldiging van een CEO nauwelijks gerelateerd was aan de (extra) waarde die hij wist te creëren: \$ 1.000 in waarde leverde hem slechts \$ 2,59 op. De auteurs pleitten dan ook voor meer *high powered incentives*. Gedurende de jaren negentig zou de beloningsstructuur inderdaad in die richting veranderen, zoals een recent artikel dat Jensen en Murphy samen met Eric Wruck schreven laat zien.¹⁰ Gerekend in dollars van 2002 steeg de totale gemiddelde beloning van CEO's in de S&P 500 van \$ 850.000 in 1970 tot \$ 14 miljoen in 2000, met een terugval tot \$ 9,4 miljoen in 2002. In 1970 was bijna de volledige beloning in *cash* en deze component was gestegen tot \$ 2,2 miljoen in 2002. Echter, de inkomenscomponent die de grootste stijging liet zien was de waarde van opties: deze steeg van nul in 1970 tot \$ 7 miljoen in 2000, met een terugval tot \$ 4,4 miljoen in 2002. Opmerkelijk is dus niet alleen de sterk toegenomen beloning van CEO's, maar vooral het feit dat op het eind van de twintigste eeuw de beloningsstructuur zeer sterk verschilde van wat tien jaar eerder nog gebruikelijk was. Ongeveer de helft van de beloning bestaat uit opties, een verdubbeling in vergelijking met tien jaar eerder. Tabel 2 illustreert dit voor de jaren 1992-2002.

⁹ Jensen en Murphy (1990).

¹⁰ Jensen, Murphy en Wruck (2004). Zie voor een uitvoerig overzicht over beloning van topbestuurders ook Murphy (1999).

Tabel 2 Hoogte (in miljoenen dollars) en samenstelling van jaarsalarissen van CEO's van bedrijven in de S&P 500

Jaar	1992	1993	2000	2001	2002
Salaris (%)	38	37	17	18	19
Bonus (%)	22	24	17	14	17
Opties (%)	24	23	49	54	47
Overig (%)	17	16	17	15	17
Totaal (\$m)	2,7	2,6	14	13	9,4

Bron: Jensen, Murphy en Wruck (2004), 31

Tabel 2 suggereert dat Jensen en Murphy met hun pleidooi voor meer *high powered incentives* voor CEO's, voor een sterkere resultaatafhankelijkheid van de beloning, succes gehad hebben. Zijn zij nu tevreden? Ze openen het recente, reeds genoemde, artikel met Wruck als volgt:

*"In their 1990 study of CEO compensation (...) Jensen and Murphy had this to say: "are current levels of CEO compensation high enough to attract the best and brightest individuals to careers in corporate management? The answer is probably not." As the reader of this 105-page report will see, Jensen and Murphy would not give that answer today. Indeed, we have emphasized here that while executive compensation can be a powerful tool for reducing the agency conflicts between managers and the firm, compensation can also be a substantial source of agency costs if it is not managed properly."*¹¹

Wat is er misgegaan? Waarom zijn de inzichten veranderd? Ik ben in paragraaf 2 uitgegaan van het agentschapprobleem en heb dit als optimaal-contracteringsprobleem geformuleerd: de aandeelhouders, *A*, formuleren een contract dat de bestuurders, *B*, optimaal stimuleert om hun belangen te behartigen. In deze formulering ligt de onderhandelingsmacht bij *A*. In de praktijk zijn aandeelhouders, of de door hen gedelegeerde commissarissen, *C*, echter slechter geïnformeerd dan *B*, terwijl ze individueel ook een kleiner belang bij de onderhandelingen hebben dan *B*. Het is daarom niet onredelijk te veronderstellen dat *B* zal pogen de onderhandelingsmacht naar zich toe te trekken en dat hij op zijn minst ten dele daar in zal slagen. Het ligt voor de hand dat de uitkomst van de contractonderhandelingen anders zal zijn indien de macht bij de manager *B* ligt: een contract dat voor *B* optimaal is ziet er anders uit dan een contract dat *A* optimaal bevoordeelt.

Deze alternatieve theorie van de macht van de manager (*rent seeking*) gaat in feite reeds terug op Berle en Means (1932), waarin betoogd werd dat managers, *B*, controle of invloed uitoefenen op de *board*, *C*, om zo hun financiële compensatie te maximaliseren. In het begin van de jaren negentig werd deze theorie met verve

¹¹ Jensen, Murphy en Wruck (2004).

verdedigd in Crystal (1991), terwijl recent Bebchuk en Fried (2003, 2004) zich als advocaten opwierpen. Bijzonder interessant is het empirische paper van Bertrand en Mullainathan (2001) waarin de twee alternatieven (optimale contractering tussen principaal en agent en *rent seeking*) tegenover elkaar geplaatst worden. Deze auteurs vinden bijvoorbeeld dat CEO's beloond worden voor geluk, voor goede resultaten die buiten hun toedoen tot stand komen, hetgeen in een voor A optimaal contract niet voor zal komen.¹² Merk bovendien op dat veel optiecontracten niet corrigeren voor algemene, gunstige, ontwikkelingen op de beurs, vandaar ook dat ze in de tweede helft van de jaren negentig zo populair waren. Deze contracten belonen dus inderdaad voor geluk, hetgeen bewijs levert ten voordele van de 'managertheorie'. Aan de andere kant vinden Bertrand en Mullainathan ook dat in situaties waarin strak toezicht gehouden wordt, bijvoorbeeld omdat een grootaandeelhouder in de board, C, zit, de CEO minder voor geluk beloond wordt. Dat de manager, B, zal proberen zijn onderhandelingspositie uit te buiten hoeft dus niet te betekenen dat de raad van commissarissen, C, geen goed tegenspel zou kunnen bieden.

Informatief en interessant is tevens het debat tussen Bebchuk en Fried (2003) en Hall en Murphy (2003) in het *Journal of Economic Perspectives*, een debat waarop ook in Jensen, Murphy en Wruck (2004) teruggekomen wordt. In essentie menen de eerstgenoemden dat in de onderhandelingen over de beloning van B de macht hoofdzakelijk bij B ligt, terwijl de overigen menen dat A en C effectief tegenwicht kunnen bieden. Alle partijen zijn het er echter over eens dat het onderhandlingsprobleem tussen A-C aan de ene kant en B aan de andere kant meer aandacht behoeft, en dat aandeelhouders zich goed moeten realiseren dat B natuurlijk zal proberen zijn onderhandelingsmacht zo goed mogelijk uit te buiten. Bebchuk en Fried verklaren het toegenomen belang van opties in de beloning van B uit de vraag van B (B realiseert zich hoe gunstig een dergelijke beloning voor hem uitpakt), terwijl de anderen het verklaren uit het aanbod van A en C: zij realiseren zich niet hoe duur opties eigenlijk zijn en ze bieden er bijgevolg teveel tegen een te lage prijs (meestal nul) aan. Voor de praktijk is het goed te weten dat opties inderdaad duur zijn, dat de economische wetenschap over instrumenten beschikt om de prijs van opties te bepalen en dat die wetenschap ook iets kan zeggen over hoe de opties optimaal gestructureerd zouden kunnen worden. Het lijkt mij dat deze inzichten in Nederland nog niet volledig benut worden.

Wat betreft de kosten melden Hall en Murphy (2003) als vuistregel (gebaseerd op redelijke aannames over risico-aversie en de mate van diversificatie van de CEO) dat een optie een bedrijf ongeveer twee keer zoveel kost als deze voor de bestuurder waard is. Dit wil niet zeggen dat opties inefficiënt zijn, het impliceert wel dat ze alleen dan een goed beloningsinstrument zijn als ze B inderdaad voldoende prikkelen om een goede prestatie te leveren, zodat de totale te verdelen koek in voldoende mate groter wordt. Vergelijk de discussie in paragraaf 2: het prikkelcontract met prestatieloon kost A meer geld dan het B oplevert, maar het zet B aan tot werken, leidt tot een hoger surplus en is daarmee ook in het belang van A. De

¹² Zie hiervoor ook de mathematische appendix.

kosten-batenverhouding van een optie is gunstiger wanneer de uitoefenprijs lager is. Het is daarom niet duidelijk dat opties met een uitoefenprijs lager dan de huidige koers suboptimaal zijn; soms zijn ze dat niet. Opties met een constante uitoefenprijs zijn echter veelal wel suboptimaal: het is beter de prijs te laten stijgen met de kapitaalkosten. Omdat opties voor de bestuurder waardevol zijn, hoeven zij niet voor niets weggeven te worden. Beter is het ze te verkopen aan de bestuurder, waarbij deze het geld, bijvoorbeeld van het bedrijf, leent als hij dat niet zelf op tafel kan leggen. Opties zijn één element in de beloningsstructuur. Zij hoeven niet bovenop de reguliere beloning te komen, maar kunnen in plaats treden van de vaste component. Hall en Murphy (2003), waarnaar voor onderbouwing van bovenstaande beweringen verwezen wordt, laten zien dat het voor *A* optimale optiecontract met *B* in strijd kan zijn met diverse *best practice*-bepalingen uit de Nederlandse code. Het is daarom goed dat die code niet verplicht is. Gelukkig is ook de bepaling uit de conceptcode dat de variabele bezoldigingscomponent niet meer dan 50 procent van de totale bezoldiging mag bedragen niet in de definitieve Nederlandse code opgenomen.

Ook andere beloningscomponenten zijn niet onproblematisch. De code zegt weinig over bonussen, behalve dat deze aan vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen gekoppeld moeten zijn en dat deze op korte termijn en deels op lange termijn gerealiseerd moeten worden. De verwijzing naar de korte termijn is hierbij problematisch. Uit de economische literatuur is bovendien bekend dat de 'trapfuncties' die in de praktijk veelvuldig gehanteerd worden suboptimaal zijn: een lineair bonussysteem is beter omdat men dan geprikkeld blijft en geen incentive heeft cijfers over omzet en winst te manipuleren of om omzet te schuiven naar een andere periode. Ook op dit punt is vermoedelijk nog veel winst te behalen.

Tenslotte is ook over het begrip winst nog veel te zeggen. Er hoeft geen of in ieder geval slechts een zwakke relatie te bestaan tussen de boekhoudwinst zoals deze voor verslaglegging gebruikt wordt en de economische waarde op de lange termijn. Belonen van (korte termijn-) winst kan dus ten koste gaan van waarde op lange termijn. Het zou allemaal veel eenvoudiger zijn als de kapitaalmarkten efficiënt zouden werken en de beurswaarde een goede graadmeter zou zijn voor de waarde op lange termijn. In dit geval was een contract gekoppeld aan die beurswaarde een goed idee. Bij systematische afwijkingen is dat veel minder het geval. In zulke situaties dreigt het gevaar van overwaardering en is een belangrijke rol weggelegd voor de raad van commissarissen, zoals we in de volgende paragraaf zullen zien.¹³

5 Toezicht

Het (uitgebreide) hoofdstuk 3 van de Nederlandse *corporate governance*-code gaat over de raad van commissarissen, *C*, waarvoor vijf principes geformuleerd worden. Opmerkelijk is eerst en vooral dat aan *C* een dubbele doelstelling wordt mee-

¹³ Zie Jensen (2004) over de problemen verbonden met overwaardering, en Shleifer (2004) voor een discussie over de vraag of managers zich aan onethisch gedrag kunnen onttrekken.

gegeven: de raad heeft tot taak toezicht te houden op *B* en zij dient *B* van advies. Volgens de code heeft de raad, direct of indirect, via zijn drie kerncommissies (de remuneratiecommissie, de selectie- en benoemingscommissie en de auditcommissie) diverse belangrijke taken: hij is verantwoordelijk voor de selectie, benoeming, remuneratie en beoordeling van het bestuur, alsmede voor het toezicht op dat bestuur en voor het functioneren daarvan. Sinds de inwerkingtreding van de nieuwe structuurwet in Nederland op 1 oktober 2004 kan de algemene vergadering van aandeelhouders, *A*, beslissen over de benoeming en het ontslag van commissarissen. *C* is daarentegen verantwoordelijk voor zijn eigen functioneren, en de raad wordt geacht onafhankelijk en deskundig te zijn. De aandeelhouders, *A*, bepalen de bezoldiging van *C*, die, zo stelt de code, niet afhankelijk mag zijn van de resultaten van de vennootschap. Diverse *best practice*-bepalingen binden *C* aan bepaalde voorschriften en procedures en zorgen voor transparantie, zodat *A* adequaat toezicht kan houden op de toezichthouder *C*.

Het is misschien goed te vermelden dat Adam Smith in 1776 reeds inging op een dergelijke raad en dat hij er weinig vertrouwen in had. Hij schreef:

*'The trade of a joint stock company is always managed by a court of directors. This court, indeed, is frequently subject, in many respects, to the control of a general court of proprietors. But the greater part of those proprietors seldom pretend to understand anything of the business of the company, and when the spirit of faction happens not to prevail among them, give themselves no trouble about it, but receive contentedly such half-year or yearly dividends as the directors think proper to make to them.'*¹⁴

De Nederlandse code benadrukt dus terecht de deskundigheid van de leden van de raad van commissarissen. Deskundigheid is echter niet voldoende. De leden van *C* moeten ook gemotiveerd zijn datgene te doen wat ze geacht worden te doen: het agentschappprobleem speelt ook hier. Ik wil in deze paragraaf kort stilstaan bij twee aspecten hiervan: zijn de twee doelstellingen voor *C* niet onderling conflicterend en waarom is het gewenst dat de bezoldiging van *C* onafhankelijk is van het resultaat van de onderneming?

Behalve *C* zijn er natuurlijk nog diverse andere *stakeholders* die toezicht houden. Hoofdstuk 4 van de Nederlandse *corporate governance*-code gaat in op de rol van de aandeelhouders, *A*, en op de speciale rol van institutionele beleggers. De laatste groep is interessant omdat bij hen ook eigendom en stemkracht gescheiden zijn, en omdat zij een groot gedeelte van het kapitaal vertegenwoordigen. In deze paragraaf zal ik ook kort stilstaan bij de vraag wat verwacht mag worden van het toezicht door *A* en van aandeelhoudersactivisme door institutionele beleggers.

Ik merk overigens op dat de theorieontwikkeling binnen de economische wetenschap op dit gebied minder ver is voortgeschreden dan bij het onderwerp dat we in de vorige paragraaf bij de kop hadden; zie echter Hermalin en Weisbach (2003) voor een recent overzicht. Er is wel relatief veel empirische literatuur. Omdat de

¹⁴ Smith (1776/1976), Boek v, hoofdstuk 1, deel III, artikel 1.

situatie in verschillende landen erg verschillend is en een groot gedeelte van de literatuur sowieso betrekking heeft op de vs, moet men echter zeer voorzichtig zijn met het trekken van conclusies: de inzichten hoeven niet geldig of relevant te zijn in de Nederlandse of Europese situatie. Franks *et al.* (2001) laten bijvoorbeeld zien dat er essentiële verschillen zijn tussen de vs en het vk. Een recente paper over de toezichthoudende rol van de Nederlandse raad van commissarissen is Cools en Van Praag (2003). De belangrijkste conclusie hierin: het feit dat de beurswaarde stijgt na een door *C* afgedwongen ontslag van een lid van het bestuur laat zien dat aandeelhouders de toezichthoudende rol van *C* waarderen. Deze conclusie is, gelukkig, positiever dan die van Franks *et al.* (2001) ('... at least two parties – non-executive directors and directors with large share stakes – tend to entrench management by reducing board turnover in poorly performing firms'), maar impliceert niet dat geen verbetering mogelijk zou zijn.

Allereerst dus de vraag of de dubbele doelstelling niet problematisch is: kan een raad die toezicht moet houden ook goed advies geven en omgekeerd? In een theoretische paper onderzoeken Adams en Ferreira (2003) deze vraag. Zij beginnen hun artikel met een citaat uit *The Economist*:

'Too much emphasis on monitoring tends to create a rift between non-executive and executive directors, whereas the more traditional job of forming strategy requires close cooperation. In both activities, though, independent directors face the same problem: they largely depend on the chief executive and the company's management for information.'

Het artikel van Adams en Ferreira werkt deze gedachte verder uit en argumenteert dat, vertaald naar de Nederlandse situatie, *B* meer informatie zal verschaffen wanneer *C* een zuivere adviesrol heeft dan wanneer *C* ook toezicht moet houden, terwijl een *C* met een zuivere toezichtstaak de minste informatie zal krijgen. Het argument is eenvoudig: goed advies vereist informatie en hoe meer informatie *C* heeft, hoe beter een adviseur zijn werk kan doen. Omdat *B* profiteert van beter advies, zal hij bereid zijn een *C* die louter adviseert ruim van informatie te voorzien. Indien *C* echter een zuiver toezichthoudende taak heeft zijn de belangen van *B* en *C* ten dele tegengesteld en zal *B* niet die informatie verschaffen die tegen hem gebruikt kan worden. Bij een hybride *C* zal *B* schipperen. De conclusie is dat een dubbele doelstelling niet optimaal hoeft te zijn en dat verschillende 'stijlen van *C*' mogelijk zijn. In dit verband zou het bovenvermelde resultaat van Franks *et al.* (2001) geïnterpreteerd kunnen worden door te stellen dat een 'Amerikaanse *C*' zich meer richt op toezicht en een 'Engelse *C*' meer op advies. Een raad van commissarissen kan ervoor kiezen zich te binden bepaalde informatie niet tegen *B* te gebruiken; bij zo'n commitment ('een meedenkende raad') is het bestuur bereid meer informatie te verschaffen, waardoor het beleid uiteindelijk beter kan zijn. Men kan zich echter ook voorstellen dat *C* zich tot toezicht beperkt en dat de aandeelhouders ervoor kiezen een aparte adviesraad in te stellen.

Waarom mag de bezoldiging van een commissaris niet afhankelijk gemaakt worden van de resultaten van de vennootschap? De Commissie-Tabaksblat heeft, voor zover mij bekend, de diverse *best practice*-bepalingen niet gemotiveerd, zodat deze

vraag niet eenvoudig te beantwoorden is. Uit de literatuur is bekend dat groot-aandeelhouders in het algemeen beter toezicht houden en effectiever tegenwicht bieden tegen het bestuur. Zou het daarom niet voor de hand liggen ook commissarissen een prestatiebeloning te geven? Geldt dit niet sterker nu in Nederland C ook een adviestaak heeft?

Prestatiebeloning, mits goed vormgegeven, kan in belangrijke mate tot een hogere aandeelhouderswaarde en beurskoers bijdragen, zoals ik ook in het voorgaande heb aangegeven. Echter, de in de paragrafen 2 en 4 besproken literatuur richt zich praktisch uitsluitend op het traditionele agentschapprobleem en de daarmee verbonden te lage beurskoers. Indien kapitaalmarkten niet efficiënt zijn, behoort echter ook een te hoge beurskoers tot de mogelijkheden. De laatste jaren van de twintigste eeuw illustreren dat deze mogelijkheid reëel is en dat ook een beurskoers die hoger is dan wat reëel gerechtvaardigd is grote problemen kan opleveren. Immers, geplaatst voor de keuze tussen de beurskoers te proberen te rechtvaardigen (door de winst op te krikken, al dan niet met geoorloofde middelen) of deze naar beneden te praten zal een bestuurder veelal voor het eerste kiezen, zeker indien hij een prestatiecontract heeft waarin opties een grote rol spelen. Voor een commissaris met prestatiebeloning is het vermoedelijk niet anders. Iemand wiens beloning onafhankelijk is van het resultaat heeft misschien niet de *incentive* om zich erg in te spannen, maar hij ondervindt in ieder geval ook geen prikkel om te liegen. Het bezoldigingsprincipe uit de Nederlandse *corporate governance*-code zou ertoe kunnen leiden dat commissarissen serieus voorkomen dat het aandeel overgewaardeerd wordt, met alle problemen van dien.

Hoewel de *best practice*-bepaling III.7.1 uit de Nederlandse code dus misschien gerechtvaardigd kan worden, is dat vermoedelijk niet het geval voor de bepaling III.3.4, die stelt dat iemand maximaal vijf commissariaten mag vervullen, waarbij dan ook nog een voorzitterschap dubbel telt. Niet alleen is deze grens willekeurig, er is geen enkele economische rechtvaardiging voor deze hoeveelheidsrestrictie te bedenken.

Tot slot een paar opmerkingen over toezicht door de kleine aandeelhouders en de institutionele beleggers. De Nederlandse code stelt dat goede *corporate governance* een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming veronderstelt. Deze veronderstelling is te optimistisch: een rationele aandeelhouder, althans een kleine, bemoeit zich niet met dergelijke zaken. Hij doet er sowieso verstandig aan niet in individuele bedrijven, maar in een index te beleggen. Ook stemmen op afstand zal geen grotere betrokkenheid weten te bewerkstelligen. Blijven over de institutionele beleggers. De 'Jean Frijnsen' van deze wereld zijn ook agenten die handelen namens degenen die het geld hebben ingelegd. De code stelt terecht dat institutionele beleggers primair in het belang van hun achterliggende begunstigden handelen. Is het in het belang van deze beleggers dat een pensioenfonds een hele afdeling voor toezicht inricht en zich actief met de *governance* van diverse bedrijven bemoeit? Het antwoord is vermoedelijk nee. Deze beleggers willen vermoedelijk de kosten besparen en meeliften op het toezicht

van anderen. Hoe dit ook zij, de ervaring in de vs leert dat het weinig oplevert. Black (1998) schrijft:

'A small number of American institutional investors, mostly public pension plans, spend a trivial amount of money on avert activism efforts (...). The currently available evidence, taken as a whole, is consistent with the proposition that the institutions achieve the effects on firm performance that one might expect from this level of effort – namely not much.'

Zoals gezegd, het is niet duidelijk dat dit inefficiënt is. Mijn conclusie is dat toezicht vooral door de raad van commissarissen moet worden gedaan en dat de aandeelhouders het voor de rest vooral van een goed prestatiecontract van de raad van bestuur moeten hebben.

6 Besluit

In dit hoofdstuk ben ik ingegaan op een aantal economische aspecten van deugdelijk ondernemingsbestuur. Ik heb gepoogd te laten zien dat er een economische literatuur is die voor de praktische vraag van hoe *good corporate governance* te garanderen zeer relevant is, ik heb de deur naar deze literatuur opengezet en hoop dat de inzichten daaruit ook in het Nederlandse debat meer gebruikt zullen worden. Het hoofdstuk heeft ook laten zien dat er nog veel vragen open zijn, dat bepaalde belangrijke aspecten nog nauwelijks onderzocht zijn en dat tot voor kort de economische literatuur sterk op de Amerikaanse context gebaseerd was. Gelukkig is in dit laatste met de komst van het *European Corporate Governance Institute* verandering gekomen. De lezer wordt verwezen naar de website van dat instituut, www.ecgi.org voor meer informatie.

De Amerikaanse, of op zijn minst Angelsaksische, dominantie impliceert natuurlijk dat resultaten uit de literatuur niet zonder meer in de Nederlandse context toepasbaar zijn. Toch geloof ik dat er voldoende substantie in de literatuur zit, ook voor de Nederlandse situatie. In de paragrafen 4 en 5 heb ik diverse voorbeelden daarvan gegeven, zonder twijfel zijn ook andere te geven. Ook verwijzingen naar DeJong *et al.* (2001) en Cools en Van Praag (2003) mogen op deze plaats niet ontbreken. De economische literatuur leidt op zijn minst tot een iets ander perspectief. Zij leidt dus tot een beter begrip van de vraag of de voorgestelde *best practice*-bepalingen inderdaad *best practice* zijn. Zoals we gezien hebben zijn bij een aantal bepalingen op zijn minst vraagtekens te plaatsen. Omdat de duivel in de details zit lijkt het verstandig het debat verder te voeren per principe en per bepaling.

Gelukkig leidt het voorgestelde 'pas-toe-of-leg-uit'-principe er toe dat zo'n debat inderdaad mogelijk wordt. Een commissie, hoe wijs ook, heeft niet de volledige wijsheid in pacht. Niet alle *best practice*-bepalingen zijn optimaal en zelfs als ze dat in de huidige situatie wel zouden zijn, impliceert dit niet dat ze dat ook in de toekomst blijven. Voor een 'afvinkmentaliteit' moet inderdaad gewaakt worden. Het 'pas-toe-of-leg-uit'-principe maakt concurrentie op dit gebied mogelijk en vergemakkelijkt innovatie en de transitie naar steeds betere *corporate governance*. Ik denk dan ook dat Adam Smith dit principe zou hebben toegejuicht; in ieder geval heeft de grondlegger van onze wetenschap zich duidelijk uitgedrukt over de ge-

varen van regulering, en van regulering op verzoek van de sector zelf in het bijzonder:

‘The proposal of any new law or regulation of commerce which comes from this order, ought always be listened to with great precaution and ought never to be adapted, till after having been long and carefully examined, not only with the most scrupulous, but with the most suspicious attention. It comes from an order of men, whose interest is never exactly the same with that of the public, who have generally an interest to deceive and even oppress the public and who accordingly have, upon many occasions, both deceived and oppressed it.’¹⁵

De sluipende beurskrach van het begin van deze eeuw (sinds de zomer van 2000) en de diverse boekhoudschandalen, ook bij Nederlandse ondernemingen, hebben beleggers duidelijk gemaakt dat Adam Smith het ook in dit geval goed gezien had. Laten we hopen dat ze zich zijn wijze raad nog lang zullen herinneren. In ieder geval is zijn oproep tot gedetailleerde bestudering van de voorgestelde *corporate governance*-codes niet aan dovemansoren gericht.

LITERATUUR

- Adams, R.B., and D. Ferreira (2003), *A Theory of Friendly Boards*, Discussion Paper, Stockholm: Stockholm School of Economics
- Andrade, G., M. Mitchell, and E. Stafford (2001), New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120
- Bebchuk, L.A., and J.M. Fried (2003), Executive Compensation as an Agency Problem, *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92
- Bebchuk, L.A., and J.M. Fried (2004), *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge MA: Harvard University Press
- Becht, M., P. Bolton, and A. Röell (2002), *Corporate Governance and Control*, European Corporate Governance Institute Working Paper 02/2002, <http://papers.ssrn.com>
- Berle, A.A., and G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan Company
- Bertrand, M., and S. Mullainathan (2001), Are CEO's Rewarded for Luck? The Ones Without Principles Are, *Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 901-932
- Bewley, T. (1999), *Why Wages Don't Fall During a Recession*, Cambridge MA: Harvard University Press
- Black, B. (1998), Shareholder Activism and Corporate Governance in the us, in P. Newman (Ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London and Basingstoke: Palgrave Macmillan
- Commissie corporate governance (2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: Ministerie van Financiën (rapport Commissie-Tabaksblat; als bijlage 1 opgenomen in deze bundel)

¹⁵ Smith (1776/1976), Boek I, hoofdstuk 11.

- Cools, K., and C.M. van Praag (2003), *The Value Relevance of Top Executive Departures*, Tinbergen Institute Discussion Paper 2003-051/3, Amsterdam etc.: Tinbergen Institute
- Crystal, G. (1991), *In Search of Excess*, New York: Norton Publishing Company
- Dejong, A., D.V. DeJong, G. Mertens, and C.E. Wasley (2001), *The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence from the Netherlands*, Simon School of Business Working Paper No. FR 00-20, Rochester: University of Rochester
- Franks, J., C. Mayer, and L. Renneboog (2001), Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?, *Journal of Financial Intermediation*, 10(3/4), 209-248
- Frey, B., and M. Osterloh (2004), *Yes, Managers Should be Paid like Bureaucrats*, Working Paper 187, Institute for Empirical Research in Economics, Zurich: University of Zurich
- Grossman, S.J., and O.D. Hart (1980), Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64
- Hall, J., and J. Murphy (2003), The Trouble with Stock Options, *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 49-71.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach (2003), Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9(1), 7-25
- Jensen, M.C. (2001), *Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function*, te downloaden van www.ssrn.com
- Jensen, M.C. (2004), *Agency Costs of Overvalued Equity*, te downloaden van www.ssrn.com
- Jensen, M.C., and W. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360
- Jensen, M.C., and K.J. Murphy (1990), CEO Incentives: It's not How Much you Pay, but How, *Harvard Business Review*, 68(3), 138-153
- Jensen, M.C., K.J. Murphy, and E. Wruck (2004), *Remuneration: Where We've Been, How we Got to Here, What are the Problems and How to Fix them*, Finance Working Paper 44/2004, European Corporate Governance Institute, <http://papers.ssrn.com>
- Murphy, K.J. (1999), Executive Compensation, in O. Ashenfelter and D. Card, (Eds.) *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3b, Amsterdam etc.: North-Holland, 2485-2563
- OECD (2004), *Principles of Good Corporate Governance*, Paris: OECD
- Roll, R. (1986), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *Journal of Business*, 59(2), 197-216
- Scharfstein, D. (1988), The Disciplinary Role of Takeovers, *Review of Economic Studies*, 55(182), 185-199
- Shleifer, A. (2004), Does Competition Destroy Ethical Behavior?, *American Economic Review*, 94(2), 414-418
- Smith, A. (1776/1976), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Chicago: University of Chicago Press

Appendix

Ik ga uit van de situatie waarin een aandeelhouder A een manager/bestuurder B inhuurt om voor hem een project uit te voeren. Ik maak een aantal vereenvoudigende veronderstellingen: A is risiconeutraal, hij is alleen in de verwachte (netto) opbrengst van het project geïnteresseerd; B is risico-avers, alleen door geld gemotiveerd en liever lui dan moe; een succesvol project levert 1 op, anders is de opbrengst 0 . A biedt B een contract aan dat een loon w_0 uitbetaalt in het geval het project faalt en een loon w_1 in het geval het project een succes is. Indien B dit contract aanneemt bepaalt deze de mate, e , waarin hij zich inspant ten voordele van zijn principaal. Het inspanningsniveau e is verbonden met een succeskans $p(e)$ voor het project en nutskosten $c(e)$ voor B . Bij een contract (w_0, w_1) en inspanningsniveau e is de opbrengst voor A , de aandeelhouderswaarde, gelijk aan

$$(1) \quad V = -(1-p(e))w_0 + p(e)(1-w_1),$$

terwijl het verwachte nut voor B gelijk is aan

$$(2) \quad U = (1-p(e))U(w_0) + p(e)U(w_1) - c(e),$$

Zonder beperking van de algemeenheid normaliseren we de nutsfunctie U zodanig dat $U(0) = 0$ en $U(1) = 1$, en nemen we aan dat A een contract zal aannemen zolang hem dat minstens nut nul oplevert. We vereenvoudigen nog verder door aan te nemen dat slechts twee waarden van e mogelijk zijn: $e = 0$ (niets doen) of $e = 1$ (hard werken). We nemen aan dat niets doen niets kost ($c(0) = 0$), maar ook niets oplevert ($p(0) = 0$), en vereenvoudigen onze notatie door te schrijven $c(1) = c$ en $p(1) = b$. Tenslotte nemen we aan dat $b > c$, hetgeen impliceert dat als de manager het project in eigendom heeft deze zich in zal spannen.

Het belangenconflict is nu dat A liefst ziet dat B zich inspant ($e = 1$ kiest), maar dat dit voor B met kosten gepaard gaat, en dat B dus niet automatisch zal doen wat A wenst. Elk drietal (w_0, w_1, e) levert (gegeven de parameters b en c) een bepaald nutsniveau voor A en B op. Gegeven de risiconeutraliteit van A en de risico-aversie van B zijn alleen contracten waarbij A volledig het risico draagt en B volledig verzekerd is, dat wil zeggen contracten met $w_0 = w_1$, (Pareto-) optimaal. Bij zo'n arbeidscontract, waarbij het loon onafhankelijk is van de uitkomst van het project, zal B zich echter niet noodzakelijk inspanssen. Immers, (2) laat zien dat A zich, bij een vast loon, nutskosten ter hoogte van c kan besparen als hij zich niet inspant. Welk contract tot stand zal komen hangt af van hoe de onderhandelingsmacht

verdeeld is en op welke informatie de contractpartijen kunnen conditioneren. Laten we voor het vervolg aannemen dat de markt voor bestuurders competitief is, zodat A alle onderhandelingsmacht heeft. Ter vereenvoudiging van de notatie in hetgeen volgt, schrijf $w(x)$ voor dat loon waarvoor geldt $U(w(x)) = x$. Dit is dus het vaste loon dat de manager een nut van x oplevert. Merk op dat vanwege de risico-aversie van de manager geldt dat $w(x) < x$ voor $0 < x < 1$.

De eerste situatie die ik analyseer is die waarbij A in staat is waar te nemen welke actie B kiest. In dit geval zal A eisen dat B zich inderdaad inspant, $e = 0$ leidt immers tot $V \leq 0$. In principe kan A een contract aanbieden dat zowel conditioneert op de gekozen actie als op de gerealiseerde uitkomst. Omdat in dit voorbeeld de output volledig door de input en het toeval bepaald wordt, hoeft A alleen op de input te letten: hij betaalt voor de geleverde inspanning, niet voor het bereikte resultaat. De manager B is bereid voor een vast loon dat minstens gelijk is aan $w(c)$ te werken en omdat A alle onderhandelingsmacht heeft zal hij niet meer bieden. Formeel is de oplossing in deze situatie: A biedt B een contract aan dat $w(c)$ uitbetaalt als B zich inspant, en niets als B luiert; B zal het contract aannemen en zich inspannen; het nut van B is gelijk aan 0 , het nut van A (de netto waarde van de onderneming) is gelijk aan

$$(3) V_I = b - w(c),$$

waar het subscript I refereert aan de 'first best' situatie.

Indien de acties van B niet kosteloos waarneembaar zijn doet A er echter niet verstandig aan een contract met een vast loon $w(x)$ aan te bieden. Bij een resultaat-onafhankelijk loon zal B er dan immers voor kiezen zich niet in te spannen. Toezicht, zo veronderstellen we, stelt A in staat waar te nemen welke actie B neemt. Een contract tussen A en B kan dan voorschrijven dat A toezicht houdt en kan vervolgens conditioneren op de door B gekozen actie. Indien monitoring met kosten m gepaard gaat, is de waarde van de onderneming in dit geval gelijk aan

$$(4) V_M = b - w(c) - m.$$

Toezicht is echter niet de enige mogelijkheid om B ertoe te brengen zich in te spannen: A kan B een dusdanig contract aanbieden dat het in B 's eigen belang is dat te doen. Een mogelijkheid hiertoe is dat A het project aan B verkoopt. Omdat $b > c$ is B bereid het project over te nemen zolang de prijs niet te hoog is, en als B het project in eigendom heeft zal hij zich inspannen. Vanwege de risico-aversie van B en de risiconutraliteit van A is volledig overdragen van het project in het algemeen echter niet optimaal. Meer algemeen geldt dat A zich in zal spannen bij elk arbeidscontract (w_0, w_I) waarvoor geldt dat zijn nut bij inspannen groter is dan zijn nut bij luieren. Deze conditie kan geschreven worden als

$$(5) U(w_I) - U(w_0) \geq c/b.$$

Dit is een voorwaarde die de *incentive compatibility*-voorwaarde genoemd wordt.

Het zal duidelijk zijn dat A er geen belang bij heeft B uit te betalen indien het project geen succes oplevert; in een optimaal contract geldt dus $w_0 = 0$, terwijl tevens (5) zal gelden met gelijkheid. Kortom: het optimale ‘prikkelcontract’ biedt B een prestatieloon van $w(c/b)$ bij succes en een loon van 0 bij falen. De waarde van het bedrijf in dit geval is gelijk aan

$$(6) \quad V_p = b(1 - w(c/b)).$$

Merk op dat $bw(c/b) > w(c)$ zodat $V_p < V_I$: ook een prikkelcontract kan het agentschapprobleem niet kostenloos oplossen. De aandeelhouderswaarde van het bedrijf is kleiner dan bij afwezigheid van het agentschapprobleem het geval zou zijn.

De conclusie is duidelijk: A heeft de keuze tussen toezicht, hetgeen hem de winst V_M als in (4) oplevert, of prikkelen, hetgeen V_p als in (6) oplevert; hij kiest wat voor hem het meest gunstig is. Wat hij ook kiest, de waarde van zijn bedrijf is geringer dan wanneer er geen agentschapprobleem zou zijn: om het *corporate governance*-probleem op te lossen moeten kosten gemaakt worden.

Ik ben mijn verhaal begonnen met de financier, A die de bestuurder B inhuurt. Ik had ook aan de andere kant kunnen beginnen. Stel dat de risico-averse B het risicovolle project bezit, maar wil diversificeren en daartoe toegang tot de risiconeutrale kapitaalmarkt zoekt om zo efficiëntiewinst te behalen. Als B een deel $(1 - s)$ in het project verkoopt voor een prijs p is zijn nut bij werken $(1 - b)U(p) + bU(p + s) - c$, terwijl niet werken $U(p)$ oplevert. Bij werken draagt B de volledige kosten, terwijl hem dat slechts een fractie s van de baten oplevert. Het is daarom niet duidelijk dat bij geringe s B nog gemotiveerd is om te werken. B zal gedwongen zijn een groter deel van het risico te behouden dan hij eigenlijk zou willen.

Het old boys network bestaat niet meer

M. Fennema en E.M. Heemskerck*

1 Inleiding

Good corporate governance, ofwel deugdelijk ondernemingsbestuur, kwam als term in de loop van de jaren negentig in Nederland in zwang. De discussie over bedrijfsbestuur wordt beheerst door grofweg twee opvattingen. In het *shareholder-model* wordt *corporate governance* gezien vanuit het micro-economische probleem van de principaal ofwel lastgever. Hoe zorgt de aandeelhouder (de lastgever) ervoor dat de bestuurder (de agent) naar de beste belangen van de aandeelhouder handelt? Dit probleem doet zich voor wanneer de functies van eigenaar en manager van een bedrijf gescheiden worden uitgeoefend. Een concurrerende visie op bedrijfsbestuur is het *stakeholder-model*. Hierin is de aandeelhouder maar één van de belanghebbenden naast onder andere arbeid en maatschappij, en is het de taak van het management om verschillende belangen te bundelen en in harmonie met elkaar te brengen. Hoe zorgt het bedrijfsbestuur ervoor dat alle belanghebbenden optimaal samenwerken? Het begrip van 'rentmeesterschap' past in deze visie van het ondernemerschap. In de afgelopen twee decennia lijkt de nadruk op de belangen van de aandeelhouders in het bedrijf sterk te zijn toegenomen. Dit valt samen met een algemene trend waarin de markt als disciplineringsmechanisme wordt verkozen boven meer directe vormen van coördinatie.

Corporate governance beperkt zich niet tot de bestuurlijke verhoudingen binnen één bedrijf. Het begrip maakt onderdeel uit van de institutionele opbouw van de economie. Daarbij komt dat de bestuurders, zowel als individu als in de vorm van een groep een belangrijke rol spelen in (de verandering van) *corporate governance*. Bestuurders moeten werken met onvolledige informatie en zitten gevangen in een contextuele rationaliteit. Groepsdynamiek, statusbewustzijn en vertrouwen zijn essentiële elementen in het bestuur van bedrijven. Wij menen daarom dat in de bestudering van *corporate governance* de sociaal-wetenschappelijke benadering een zelfstandige en onmisbare rol vervult.

In dit hoofdstuk analyseren wij de huidige problematiek van *corporate governance* dan ook vanuit een sociologisch perspectief. *Corporate governance* zien wij als een institutioneel ontwerp en als cruciaal onderdeel van het functioneren van een (nationale) economie. Ons onderzoek richt zich op de bestuurders en de toezichthouders van de grootste bedrijven in Nederland als *groep*. Want behalve eco-

* Hoogleraar, afdeling Politicologie van de Universiteit van Amsterdam; promovendus, Amsterdamse School voor Sociaal Wetenschappelijk Onderzoek van de Universiteit van Amsterdam. Discussies met Rob Mokken hebben een belangrijke rol gespeeld in het ontstaan van dit stuk. Wij danken de leden van de ASSR Sociology Club voor hun zeer gewaardeerd commentaar en Michiel Bezemer voor zijn onderzoeksassistentie.

nomische motieven zijn groepsnormen een belangrijke determinant van het gedrag van bestuurders. Mark Granovetter beschrijft in een invloedrijk artikel hoe sociale structuren en economisch handelen met elkaar verbonden zijn:

*'Actors do not behave or decide as atoms outside a social context, nor do they adhere slavishly to a script written for them by the particular intersection of social categories that they happen to occupy. Their attempts at purposive action are instead embedded in concrete, ongoing systems of social action.'*¹

Deze systemen van sociale actie spelen niet alleen een belangrijke rol in het bepalen van individueel gedrag, ze maken een intrinsiek onderdeel uit van het institutionele krachtenveld. In de discussie over *corporate governance* wordt doorgaans voorbijgegaan aan de elementaire bijdrage van sociale relaties in economisch handelen. Wij zullen aangeven hoe sociale relaties negatief, maar ook positief kunnen bijdragen aan behoorlijk bedrijfsbestuur.

Het specifieke van de sociologische benadering zullen wij afzetten tegenover redeneringen die uitgaan van de markt als sturingsmechanisme. Met marktbenadering duiden we redeneringen, argumentaties en voorspellingen die voortbouwen op het marktdenken aan. Dit containerbegrip 'marktdenken' omvat (onderdelen van) de micro-economische denkwijze over *corporate governance*, maar is daartoe niet beperkt. We beginnen in paragraaf 2 met een korte historische beschouwing van het bedrijfsbestuur in Nederland. Alvorens we in paragraaf 4 de Nederlandse bestuurselite nader analyseren bespreken we in paragraaf 3 eerst een voorbeeld van beperkte rationaliteit in het handelen van bestuurders, te weten de bestaande praktijk met betrekking tot bedrijfsovernames. De hiermee samenhangende ontwikkelingen op de arbeidsmarkt voor topbestuurders zijn onderwerp van de paragrafen 5 en 6. Ten slotte bespreken we in paragraaf 7 een aantal maatschappelijke gevolgen van deze ontwikkelingen en eindigen we in paragraaf 8 met de conclusie.

2 Bedrijfsbestuur in Nederland

Nederland wordt in het algemeen beschouwd als onderdeel van de Rijnlandse vorm van kapitalisme.² Rijnlands kapitalisme zou zich onderscheiden van de Anglo-Saksische variant door de focus op de langere termijn, de opvattingen over directe coördinatie (bijvoorbeeld door de overheid) in de economie en de relatie tussen financiële instellingen en industrie. Het Rijnlands kapitalisme staat dicht bij een *stakeholder*-opvatting over bedrijfsbestuur.

Vooraf sinds de jaren zestig werd het grote bedrijf (de vennootschap) in Nederland gezien als een bundeling van kapitaal en arbeid, en dus dienden beide productiefactoren invloed te hebben op de bedrijfsvoering. Commissarissen dienden niet te handelen naar het – exclusieve – belang van de aandeelhouders, maar in het belang van de vennootschap en haar *stakeholders*. Eind jaren zestig kwam de vakbeweging dan ook op voor verankering van 'de factor arbeid' in de controle op het bedrijf. Uiteindelijk vond dit zijn beslag in de structuurwetgeving (1973), en de wet op de ondernemingsraden (1971). Het direct aanstellen van werknemers

¹ Granovetter (1985), 487.

² Zie Albert (1991).

commissarissen, zoals in Duitsland, is echter nooit doorgevoerd. De bestuurders kregen in deze structuurwetgeving dus een grote mate van autonomie toebedeeld.

Vermoedens van ongecontroleerde machtsconcentratie bij deze autonome bestuurders waren aanleiding voor een aantal studies naar de samenstelling en verwechting van de bedrijfselite. In 1968 sprak de voorzitter van het Nederlands Katholiek Vakverbond (NKV) Mertens van een netwerk van zo'n 200 bestuurders:

*'De gehele economie in ons land is in handen van rond de tweehonderd personen. Van een groep mensen, die elkaar goed kennen en elkaar frequent ontmoeten in verschillende colleges. Het is een evenzo deskundige, financieel sterke als beangstigende groep.'*³

Mede onder invloed van deze kritiek deden Mokken en Stokman met een groep Amsterdamse studenten een onderzoek naar de structuur van het netwerk van dubbelfuncties in het bedrijfsleven, dat bij verschijning van de eerste rapportage (Mokken, 1971) als een bom insloeg. Dubbelfuncties ontstaan wanneer een persoon in meer dan één bedrijf lid is van de raad van bestuur of de raad van commissarissen. Tussen de door hen in 1969 geselecteerde 86 grote bedrijven vonden de onderzoekers 873 dubbelfuncties, gedragen door 195 personen. Het was een frappante bevestiging van wat inmiddels 'de 200 van Mertens' was gaan heten. Het bestuur en het toezicht van de belangrijkste bedrijven was dus in handen van een hecht verbonden en gesloten elite.

Deze benadering was bijzonder omdat ze nadrukkelijk relaties, netwerken en omgevingsfactoren in de bestudering van de politieke economie betrof, en deze empirisch onderzocht. Deze relationele benadering van economisch handelen heeft sindsdien aan populariteit gewonnen. Zij is bovendien in de loop van de tijd minder omstreden geworden.

De kritiek op de groep van bestuurders van de jaren zeventig ebde in de jaren tachtig weg en maakte zelfs plaats voor bewondering. Er kwam, in reactie op de anti-autoritaire jaren zeventig, een grotere waardering voor de managers. Het belang van goed bestuur en hiërarchie werd weer erkend. Traditionele beroepen kregen een nieuwe, aan het Amerikaanse bedrijfsleven ontleende upgrade: de boekhouder werd *accountant*, de verkoper werd *account manager*, de voorzitter van de raad van bestuur werd *chief executive officer*. Marktwerking werd een sleutelbegrip. In plaats van object van sociale afkeuring en haat werd de topbestuurder een rolmodel. In de Verenigde Staten, en in enige mate ook in Groot-Brittannië, was deze ontwikkeling al eerder ingezet. Een meritocratische opvatting maakte deel uit van de – op het individu gerichte – marktbenadering. De bestuurder kreeg meer status en prestige toegekend. Aan de andere kant kwam er de roep om meer zeggenschap voor de principaal, de aandeelhouder.

In Nederland is het kapitaal van bedrijven altijd relatief geconcentreerd geweest bij een beperkt aantal institutionele en familiale aandeelhouders. Nog in 1995 bezaten personen en families 8,3 procent van de Nederlandse aandelen. Kenmerkend voor Nederland is de aanzienlijke participatie van grote bedrijven in elkaar. Het zijn vooral de fondsen (18,3%) en de verzekeraars (28,9%) die veel ei-

³ Geciteerd in Helmers *et al.* (1975), 11.

gendum houden. Ook opvallend is het zeer hoge percentage (20,8) van aandelen in handen van buitenlandse niet-financiële instellingen.⁴ De spreiding van het aandelenkapitaal is in Nederland dus niet zo groot als in de vs. Dat wil echter niet zeggen dat er geen belangrijke veranderingen hebben plaatsgevonden in de kapitaalstructuur van vele bedrijven.

In de loop van de jaren tachtig en negentig werd de aandelenmarkt van toenemend belang voor de grotere bedrijven. In 1983 werd de AEX-index opgezet, en halverwege de jaren negentig volgde de MIDKAP. Gedurende de jaren negentig zagen we een buitengewone ontwikkeling van de beurskoersen. De dagelijkse ontwikkeling op de beursvloer werd een steeds belangrijker indicator van het wel en wee van de Nederlandse economie; de waardering van de grootste bedrijven door beursanalisten werd zo tot graadmeter van de Nederlandse economie geïnstitutionaliseerd. Langzaam maar zeker zijn de grotere bedrijven, ooit een eenheid van productie, geworden tot een verzameling financiële activa, die door beursanalisten op een bepaalde waarde worden geschat. De aandelenkoers werd gedurende de jaren tachtig het belangrijkste succescriterium voor vele bedrijven, en voor hun bestuurders. De primaire doelstelling van het management werd het garanderen van waarde voor de aandeelhouders in de vorm van stijgende koersen. Een belangrijke ontwikkeling hierbij is dat de financiële rapportage met steeds kleinere tussenpozen plaatsvindt. Bedrijven worden op de beurs niet meer op basis van hun toekomststrategie, maar naar hun kwartaalcijfers afgerekend. Uiteraard hebben met name de grotere, institutionele beleggers een langeretermijnvisie op hun pakketten, maar het is voor de manager van groter belang geworden om keer op keer betere resultaten te laten zien.

3 De contextgebonden rationaliteit van de moderne bestuurder: bedrijfsovernames

De bestuurder wordt zo steeds meer gestimuleerd zijn handelen te richten op het vergroten van de aandeelhouderswaarde. Een beproefde manier om de aandeelhouders tevreden te stellen is een mooie groei te laten zien. Een vaak gebruikt middel om op korte termijn tot omzetgroei te komen, is het overnemen van bedrijven. Tussen 1985 en 2000 is het aantal fusies tussen Nederlandse bedrijven ruim verdubbeld tot zo'n 950 per jaar (Nierop, 2003). Deze bedrijfsovernames hebben volgens de marktbenadering bovendien een disciplinerende werking op de manager. Een dalende beurskoers maakt een bedrijf immers een gemakkelijke prooi voor overname op deze markt. En een vijandige overname is doorgaans niet in het voordeel van het zittende management. Vaak worden deze overnames bovendien weer gefinancierd door uitgifte van nieuwe aandelen, waardoor het aandelenkapitaal (doorgaans) weer verder wordt verspreid.

Interessant genoeg blijkt dat fusies en overnames nauwelijks waarde toevoegen aan een bedrijf, als zij al niet negatief uitpakken. Zeventig procent van de fusies levert niets op, en zo'n 15 procent heeft duidelijk negatieve gevolgen. Het strategische besluit van bestuurders omtrent fusies en overnames lijkt dan ook niet te worden genomen op bedrijfseconomische, maar veeleer op sociale gronden. Schenk beschrijft dit als de 'minimax-spijt-theorie'.⁵ Managers maken niet een

⁴ Windolf (2002), 38-39.

⁵ Interview in *De Volkskrant* van 30 september 2003.

economische kosten-batenanalyse, maar proberen hun kans op spijt te verminderen. Wanneer er in de omgeving een fusiegolf plaatsvindt, dan is men zelf ook geneigd om een bedrijf over te nemen. Immers, als anderen fuseren, dan kan men moeilijk aan de aandeelhouders uitleggen waarom men niet is meegegaan.

Schenk ziet een sterke drang naar homogeniteit in het handelen van bestuurders, wat zich uit in *bandwagon behaviour* (Schenk, 2005). We hebben dus alle reden aan te nemen dat groepsgedrag een belangrijk element is in *corporate governance*. De diverse ontmoetingen van collega-bestuurders in elkaanders bestuurskamer dragen bij aan het ontstaan van eenvormig gedrag. Het netwerk van dubbel-functies blijkt een goed medium te zijn voor de verspreiding van bestuurspraktijken. Zo beïnvloedt de positie die bedrijven hebben in het netwerk van dubbel-functies de manier waarop de bestuursleden reageren op de dreiging van een overname. Ook blijken keuzes zoals het wel of niet instellen van een bureau voor investeerderrelaties, en de keuze op welke kapitaalmarkt de aandelen te laten verhandelen beïnvloed te worden door de positie in het netwerk van dubbelfuncties.⁶ Uiteraard kunnen dergelijke groepsprocessen zowel positieve als negatieve gevolgen hebben voor de bedrijven en voor de maatschappij. In het debat over *corporate governance* krijgen vooral de negatieve aspecten van groepsstructuren de aandacht, maar dit is niet terecht.

4 De structuur van de Nederlandse bestuurselite

Net als in de jaren zeventig staat ook heden ten dage het *old boys network* in een negatief daglicht. 'Je ziet steeds dezelfde hoofden achter de tafel', zegt de voorzitter van de commissie die de Nederlandse *corporate governance*-code ontwierp, oud-topman van Unilever Morris Tabaksblat. 'Zoveel kruisverbanden in zo'n klein clubje, dat is niet goed'.⁷ Deze hecht verbonden groep bestuurders en toezichthouders zou elkaar de hand boven het hoofd houden, elkaar uit de wind houden en zou een voornamere reden zijn voor het falen van *corporate governance*. Tabaksblat staat daarom een beperking van het aantal functies per persoon voor. In de verantwoording van de code schrijft Tabaksblat dat deze regeling in eerste instantie zou zijn ingevoerd om vennootschappen te 'prikkelten' om buiten het gesloten circuit van het *old boys network* te rekruteren.⁸ Daarmee kunnen de negatieve aspecten van *groupthink* (Irving, 1972) worden bestreden en deugdelijk ondernemingsbestuur worden gestimuleerd.

Een overvloed aan onderlinge relaties, gecombineerd met weinig contacten met de buitenwereld, kan inderdaad leiden tot een kritiekloze en onprofessionele houding. In een sterk vervlochten omgeving bekijkt men niet alle alternatieven, is men niet kritisch jegens elkander en baseert men besluitvorming op stereotiepe ideeën.⁹ Te sterke en te hechte verbindingen kunnen een onafhankelijk oordeel sterk beperken. Bijzonder gevaarlijk in dit opzicht is de wederkerige dubbelfunctie. Hier zitten twee *CEO's* in elkaanders raad van commissarissen. Maar hoewel dergelijke relaties in de Verenigde Staten regelmatig voorkomen, is dit in Neder-

⁶ Zie Davis *et al.* (2003).

⁷ *NRC Handelsblad*, 28 december 2003.

⁸ Commissie corporate governance (2003), 51.

⁹ Irving (1972), 't Hart (1990).

land niet of nauwelijks het geval. Bovendien hebben lang niet alle dubbelfuncties een negatieve invloed op het stelsel van *corporate governance*. Dubbelfunctionarissen beschikken over zeer veel *weak ties*: verbindingen met personen die niet behoren tot een hechte en directe vriendenkring.¹⁰ Deze zwakke verbindingen leiden niet tot negatieve (of positieve) groepsdynamiek. Integendeel, hierdoor worden contacten gelegd met zeer veel verschillende segmenten van bedrijfsleven, overheid en samenleving. Bestuurders hebben door middel van hun andere bestuursposities inzicht in, en informatie over diverse bedrijven in diverse delen van de economie. Met name de niet bedrijfsspecifieke informatie kan men in meerdere bedrijven aanwenden. Useem (1984) spreekt in dit verband over de *business scan*. Ook worden deze netwerken vaak gebruikt om andere bestuurders ‘te polsen’ voor samenwerking, overname *et cetera*. Het netwerk van de bestuurder (en dus van het bedrijf) kan op die manier waarde toevoegen aan de onderneming.

De onderlinge banden in het netwerk van bedrijfsbestuurders kunnen we op een positieve manier zien als onderdeel van de *checks and balances* van *corporate governance*. Juist door de afstemming van gedrag en sociale controle kunnen deze ontmoetingsnetwerken tot *beter* bedrijfsbestuur leiden. Groepsdenken in de positieve zin van het woord kan er voor zorgen dat men als bestuurder bepaalde sociaal gewenste handelingen wel uitvoert (te denken valt bijvoorbeeld aan sociaal verantwoord ondernemen of het publiceren van een milieurapportage) en ongewenst gedrag nalaat (handelen met voorkennis, het bevoordelen van familie en vrienden, exorbitante zelfverrijking). Dit normbesef kan versterkt worden wanneer het gevoel van onderlinge verbondenheid als maatschappelijke elite, bijvoorbeeld door een gedeelde sociale achtergrond, groter is.

Onze inschatting is dat de sociale controle in het netwerk en de zelfsturing die daarmee samenhangt in de afgelopen decennia sterk is afgenomen. Met het groeiende belang van (korte termijn-) aandeelhouderswaarde is een heel andere bedrijfscultuur ontstaan dan vroeger het geval was. In kringen van het ‘oude geld’ wilde niemand in de ogen van zijn aristocratische gelijken een op geld beluste parvenu lijken. De relatie tussen het traditionele *old boys network* en exorbitante zelfverrijking zou wel eens omgekeerd kunnen zijn aan wat Morris Tabaksblat ons wil doen geloven.

5 De marginalisering van de *old boys*

Bij *old boys* moet men denken aan telgen uit de vooraanstaande families die elkaar vaak al kennen van een gemeenschappelijke schoolloopbaan of uit het studentencorps. Een dergelijk *old boys network* bestaat allang niet meer. Het Nederlandse bedrijfsleven wordt niet meer bestuurd door een kleine groep mannen die uit een wat grotere groep vooraanstaande families wordt gerekruteerd.

Tijdens de industrialisering van Nederland en de opkomst van het moderne bedrijf als belangrijke economische actor, was er een duidelijke rol weggelegd voor adel en patriciaat. Schijf (1993) stelde een lijst op van centrale besluitvormers, personen met meerdere posities in bedrijven, voor 1886 (197 personen) en 1902 (134 personen). Voor de eeuwwisseling bestond 66 procent uit leden van de adel of het patriciaat, zes jaar later was dit toegenomen tot 76 procent (Hoogen-

¹⁰ Zie met name Granovetter (1973).

boom, 2003). Nog tot ver na de Tweede Wereldoorlog vormde adel en het patriciaat de kern van deze financieel-economische elite. Zo was tot 1962 zo'n 50 procent van de groep topbestuurders (minimaal vier posities) van de grootste bedrijven afkomstig uit adel en patriciaat. Van die groep was in 1969 nog maar een derde afkomstig uit adel of patriciaat en in 1976 nog een kwart (Van den Berge en Fennema, 1985). Het ging hier steeds om vertegenwoordigers van adel, oude regentenfamilies of ondernemersgeslachten wier fortuin tenminste twee generaties oud was. Deze financieel-economische elite kwam elkaar regelmatig tegen, ook in het bedrijfsleven. Al sinds het einde van de negentiende eeuw bestonden er hechte netwerken van bestuurlijke dubbelfuncties in de economische centra rondom Rotterdam, Amsterdam en Twente (en in zekere mate ook in Den Haag), waarin ook familieverwantschap een belangrijke rol speelde (idem). In de loop van de twintigste eeuw werd dit ontmoetingsnetwerk een nationale aangelegenheid. Verschillende onderzoeken laten zien dat gedurende de twintigste eeuw, een min of meer stabiele groep van ongeveer een kwart van alle bestuurders van de grootste bedrijven er meerdere posities op nahield (Nobel en Fennema, 2004, Van Beusichem, 2004, Stokman *et al.*, 1988). In deze ontmoetingsnetwerken speelden een gering aantal personen met zeer veel posities een bijzondere rol. Zo hadden in 1946 de vijf grootste functieverzamelaars, H. Cremer, E. Heldring, M.C. Koning, H.F. van Leeuwen en H.W.A. van de Wall Bake, met z'n vijven 224 dubbelfuncties in het bedrijfsleven (Nobel en Fennema, 2004). Zij vormden daarmee de kern van het *old boys network* dat leiding gaf aan het bedrijfsleven in Nederland. In 1976 legde 15 procent van de dubbelfunctionarissen 66 procent van alle verbindingen, en in 1996 60 (Heemskerck *et al.*, 2003). We kunnen dus spreken van een hecht verbonden elitenetwerk, met een sterke positie van adel en patriciaat.

Maar de Van Eeghens, de Van der Wall Bake's, de Røells, de Fockema's Andreae, de De Monchy's en de Van Hoboken's, die tot 1960 het netwerk beheersten, zijn uit het centrum van het netwerk verdreven. Terwijl in de jaren zestig nog de helft van de centrale dubbelfunctionarissen tot adel en patriciaat behoorde, was dit in 1996 gedaald tot tien procent. Vijf jaar later was de adel helemaal verdwenen, en waren er slechts twee patriciërs over. Dezelfde tendens is waar te nemen wanneer we onze analyse uitbreiden en alle bestuurders van de 250 grootste bedrijven daarin betrekken.¹¹ In het midden van de jaren negentig was 6,5 procent van de dubbelfunctionarissen afkomstig van de adel (7) of het patriciaat (10). Ook hier zien we binnen vijf jaar een verdere daling naar 3,8 procent, met nog slechts vier adellijke personen en vijf patriciërs.

Niet alleen speelt de traditionele elite nauwelijks meer een rol, de hechtheid van het ontmoetingsnetwerk neemt ook sterk af.¹² Bestuurders komen elkaar

¹¹ De selectie van personen voor 1996 is beschreven in Heemskerck *et al.* (2002). Voor 2001 hebben we gebruik gemaakt van de REACH database van Bureau van Dijk. Voor beide jaren is voor alle dubbelfunctionarissen nagegaan of zij in het blauwe boekje (patriciaat) of rode boekje (adel) waren opgenomen (CBG, 1910-2003 respectievelijk 1903-2003). In enkele gevallen was de familiegenealogie al gepubliceerd in het blauwe boekje voordat de persoon in kwestie was geboren. In 1996 was dit het geval voor 15 personen, in 2001 voor 16 (vaak dezelfde) personen. Mochten deze personen tot de patriciërslijen behoren, dan hebben zij in ieder geval geen behoefte gehad dit bevestigd te zien door opname in het blauwe boekje.

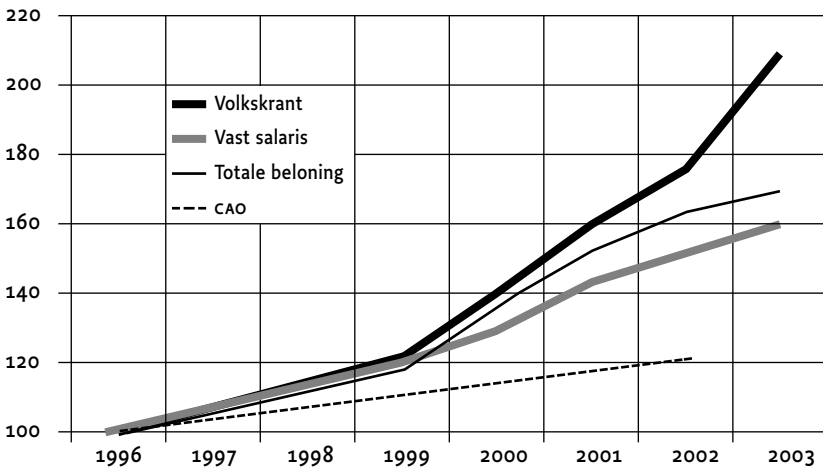
¹² Zie onder andere Heemskerck *et al.* (2002) en (2003).

steeds minder vaak tegen. Tussen 1976 en 1996 nam het aantal bestuursdubbel-functies tussen bedrijven met een kwart af. Het aantal meervoudige verbindin-gen, wanneer bedrijven verschillende bestuurders delen, halveerde zelfs (Heems-kerk *et al.*, 2002). Hetzelfde gebeurde voor het ontmoetingsnetwerk. In de jaren zeventig was het nog heel gangbaar om iemand in verschillende bestuurskamers tegen te komen. Twintig jaar later kwam dit nauwelijks meer voor. Als we het net-werk van meervoudige ontmoetingen tussen bestuurders analyseren, dan wordt het verschil direct duidelijk. In 1976 was er nog een aaneengesloten groep (com-ponent) van 161 bestuurders zichtbaar. Twintig jaar later is er slechts een groep van 31 personen te herkennen.¹³ Het uiteenvallen van het *old boys network* gaat ge-lijk op met de opkomst van het aandeelhouderskapitalisme.

6 Individualisering en verrijking

De individualisering van de bestuurders, en de opkomst van de meritocratische ideologie wordt versterkt door tal van *corporate governance*-praktijken. Het pri-maire probleem van *corporate governance* bestaat volgens de micro-economische benadering uit het op één lijn brengen van de belangen van de aandeelhouder met die van de bestuurder. Aangezien de economische actor het beste te sturen is via zijn portemonnee, is een frequent toegepaste oplossing de introductie van optie-(en soms ook aandelen-) pakketten in de bezoldiging van bestuurders. Op die ma-nier worden de inkomsten van de bestuurders afhankelijk gemaakt van de beurs-koers. Impliciet daarin is de aanname dat de bestuurders zelf aanzienlijke invloed hebben op die beurskoers. Dit heeft geleid tot een spectaculaire verhoging van het inkomen van topbestuurders.

Figuur 1 Indexcijfers beloning topbestuurders 1996-2003



Bronnen: De Volkskrant 13-05-1998, 09-08-1999, 22-07-2000, 05-06-2001, 10-06-2002, 24-05-2003. Voor 1996 aangevuld met gegevens uit *Het Parool*, 13-05-1998. Vast en totaal volgens Hay Group/Towers Perrin (2001, 2003). Ter vergelijking ook CAO opgenomen, volgens CBS Statline (tot 2003).

13 De onderliggende data zijn beschreven in Heemskerk *et al.* (2002).

Figuur 1 laat deze stijging duidelijk zien. Maar uit de figuur wordt ook duidelijk dat de ineenstorting van de beurskoersen in 1999 geen effect heeft gehad op de inkomens. Bij het terugtrekken van het economische tij wordt de positie van de bestuurselite goed zichtbaar. De tijdens de glorie-dagen sterk gestegen beloningen bleken – anders dan verkondigd – niet sterk prestatiegebonden te zijn. Waardelose opties werden omgezet naar nieuwe aandelen, of de looptijd werd verlengd. Bussen werden in geld uitgekeerd.

Terwijl de economie in het slop raakte, stegen de inkomsten van bestuurders gewoon door. Daarbij kwam dat een aantal bestuurders die vanwege mismanagement ontslagen werden, bij hun vertrek aanzienlijke gouden handdrukken mee kregen. Deze ontwikkeling zorgt al sinds jaren voor publieke verontwaardiging. Vanaf het midden van de jaren negentig ontstond er dan ook jaarlijks, bij het verschijnen van de jaarverslagen, maatschappelijke en politieke onrust over de sterke stijging van de inkomens van bestuurders. Zo sprak minister-president Kok zich in 1997 openlijk uit tegen deze vorm van ‘exhibitionistische zelfverrijking’.

Wij interpreteren de toegenomen inkomens als een weerspiegeling van de toegenomen invloed die bestuurders hebben gekregen. Tijdens de goede jaren hebben zij kans gezien hun aanspraak op de bedrijfsmiddelen te vergroten. Aangemoedigd door beursanalisten en buitenlandse collega’s voelen bestuurders zich steeds vaker gerechtigd om hun salariering omhoog te brengen. Een dergelijke verhoging van de topinkomens past in het dominante denken waarin koersstijgingen als een persoonlijke prestatie van topbestuurders worden gezien. Illustratief is een opmerking van voormalig Philips-topman Boonstra. Hij spreekt over zijn macroperspectief op rijkdom ten opzichte van het microperspectief van de bevolking:

‘Laten we eens uitgaan van het macroperspectief. In 1982 kocht ik voor 9 miljoen dollar een bedrijf in Spanje. In 1986 kocht ik Van Nelle voor 395 miljoen gulden, dat was toen een schokkend bedrag. Daarna kocht ik voor 1,2 miljard gulden de consumentendivisie van Akzo. En daarna verkocht ik Polygram voor 22 miljard gulden. Kun je je voorstellen dat je anders naar dat soort bedragen gaat kijken? Ik vond mezelf maar een knulletje als ik voor Philips bedrijven kocht en de voormalige eigenaars gingen weg met een miljard dollar. En als je dan ziet hoeveel waarde ik heb toegevoegd aan Douwe Egberts, aan Sara Lee, aan Philips - dat zijn onmeetbare bedragen.’¹⁴

Hoewel er vanuit de maatschappij kritiek kwam op de toenemende inkomensongelijkheid, hadden de aandeelhouders aanvankelijk geen problemen met de groei van de inkomens van de topbestuurders. Immers, zolang de koersen stijgen werken de toegenomen beloningen zowel in het belang van de bestuurder als van de aandeelhouder. De legitimiteit van toenemende ongelijkheid werd ontleend aan, wederom, de marktbenadering van bedrijfsbestuur. Hier komt met name het argument van de internationale arbeidsmarkt naar voren. Er wordt gesteld dat er sprake is van een (internationale) arbeidsmarkt voor bestuurders. De beloningen op deze markt worden vastgesteld door een vergelijking te maken met een kleine groep andere bedrijven, de zogenoemde *peer review*. Om talent aan te trekken, zo

¹⁴ *De Volkskrant*, 2 mei 2003.

is de gedachte, moet men altijd in de top-25 procent van best betalende bedrijven in de groep zitten. Zo liet de top van bankverzekeraar ING recent weten een salarisverhoging van 60 procent door te willen voeren, aangezien het bedrijf achter zou lopen bij de Europese concurrenten. Het is gemakkelijk te zien dat een dergelijke redenering leidt tot een wedstrijd zonder eindstreep. Immers, als ING het salaris van zijn topbestuurders verhoogt, stijgt het gemiddelde topinkomen, waarop de concurrenten hun bezoldiging weer zullen verhogen, enzovoort. Toch werd deze inkomensstijging goedgekeurd door Kok, ondertussen commissaris bij het bedrijf. Over zijn eerdere uitspraken zegt hij tijdens de aandeelhoudervergadering van april 2004:

*'Het zijn woorden van mij van jaren geleden en die hadden betrekking op beloningen die qua aard en omvang rechtvaardiging misten. Dat is hier niet het geval (...) Het is een forse stijging, maar onvermijdelijk gezien de concurrentie op de arbeidsmarkt. We vissen in dezelfde vijver van toptalent.'*¹⁵

Het argument van de internationale concurrentiepositie op de arbeidsmarkt voor topbestuurders lijkt aannemelijk. Er zijn immers veel buitenlanders die zitting hebben in het bestuur van Nederlandse bedrijven. Al in 1996 bestond 25 procent van alle bestuurders van de bedrijven die deel uitmaken van de AEX-index uit buitenlanders. Zes jaar later was dat toegenomen tot 43 procent (Heemskerk, 2004). Als we naast de grootste beursfondsen ook de kleinere (MIDKAPS) in de selectie meenemen, dan blijkt in 2002 28 procent van de bestuurders een buitenlandse nationaliteit te hebben gehad. Een jaar later was dit wederom toegenomen, tot 44 procent.¹⁶

Deze snelle internationalisering van de bestuurskamers draagt op zichzelf weer bij aan de afbraak van het *old boys network*. Buitenlanders bezetten nauwelijks verschillende bestuursposities bij Nederlandse bedrijven, en van traditionele banden zoals familie of studie is al helemaal geen sprake. Het valt buiten de grenzen van dit hoofdstuk om de gevolgen van deze internationale samenstelling op de ontwikkeling van het internationale netwerk van dubbelfuncties te beschouwen. We volstaan met te vermelden dat, hoewel aanwezig, deze internationale netwerken nog lang niet de dichtheid van de nationale netwerken hebben bereikt.¹⁷ De groeiende internationale samenstelling van de bedrijfsbesturen wordt regelmatig geïnterpreteerd als een teken van marktwerking. Vanwege het tekort aan goede bestuurders in Nederland moeten bedrijven buiten de landsgrenzen rekruteren. En op deze internationale markt voor bestuurstantal ligt de prijs voor toptalent een stuk hoger. Maar bij nadere inspectie blijkt van een internationale arbeidsmarkt voor topbestuurders met vrije transfers geen sprake. Het merendeel van de buitenlandse bestuurders wordt aangetrokken via de bedrijfsovernames. Met de buitenlandse onderneming wordt ook een gedeelte van het buitenlandse bestuur overgenomen. De buitenlandse bestuurders worden voor hun medewerking in het tot stand brengen van de overname kennelijk beloond met een toppositie in het overnemende bedrijf.

¹⁵ Zie www.rtl.nl/financien/rtlz/dossiers; het dossier 'graiende topmannen'.

¹⁶ *Algemeen Dagblad*, 15 mei 2004.

¹⁷ Zie onder andere Caroll en Fennema (2002).

Rekrutering vanuit het eigen bedrijf was in 2002 goed voor zo'n 10 procent van alle buitenlandse bestuurders, en gegeven de groeiende internationale samenstelling van bedrijven zullen we dit in de komende tijd alleen maar zien stijgen. Daarnaast zijn de binationale bedrijven verantwoordelijk voor een groot deel van de buitenlandse bestuurders. Maar hier hoeft van een open, externe internationale arbeidsmarkt voor topbestuurders geen sprake te zijn. Slechts 6,6 procent is werkelijk extern gerekruteerd.

Toch is het wél waar dat buitenlandse topbestuurders gemiddeld meer verdienen dan hun Nederlandse collega's. De internationalisering van het topmanagement draagt dus wel bij tot de beloningsstijging, maar dat is niet in de eerste plaats het gevolg van marktwerking, maar kan beschouwd worden als de bonus voor bestuurders die hun bedrijf laten overnemen.

7 Maatschappelijke gevolgen

Ondanks de recente stijgingen is de hoogte van de Nederlandse topinkomens (rond de één miljoen euro) nog laag, vergeleken bij de inkomens van Amerikaanse topmanagers. Daar vergaarden in 2004 de 25 best betaalde bestuurders minimaal 20 miljoen dollar, oplopend tot 60 en 70 miljoen voor nummer drie en twee. Ruben Mark van Colgate Palmolive verdiende in 2004 zelfs 148 miljoen dollar. De Hollandse toppers die in 2003 met vijf miljoen euro thuiskwamen, vonden in de Verenigde Staten 180 bestuurders die meer ontvingen.¹⁸

Men meent de salarissen te moeten verhogen om niet 'uit de pas te lopen' met het buitenland. Maar dat 'in de pas lopen met het buitenland' kan ook een sociologische basis hebben. In dat geval is het buitenland veeleer een metafoor voor een algemeen maatschappelijke trend van toenemende inkomensongelijkheid. In de vs is deze ontwikkeling wel zeer spectaculair geweest. Sinds 1973 is 94 procent van de groei van het nationaal inkomen gegaan naar de rijkste één procent van de huishoudens. In 1970 ontving de top 0,01 procent van de belastingbetalers in de vs 0,07 procent van het nationaal inkomen. In 1998 was dit gestegen tot 3 procent (Blokland, 2004). Die trend heeft zich ook in Europa voorgedaan, maar dan vertraagd (OECD, 1998). In Nederland bleef de inkomensongelijkheid vanaf het midden van de jaren zeventig tot het midden van de jaren tachtig gelijk, maar daarna steeg deze zeer sterk. De GINI-index voor inkomensongelijkheid steeg in Nederland tussen 1985 en 1994 met 8,2 procent (OECD, 1998).

De rijken worden ook in relatieve zin alsmar rijker, en die beweging wordt aangejaagd door de groei van de hoogste inkomens, die van de topbestuurders. Zij beschouwen hun inkomen niet meer als een vergoeding voor hun werk maar een uitdrukking van hun machtspositie in de groep van topbestuurders. Waar vroeger de 'goede' familienaam wezenlijk bijdroeg aan de status van de topbestuurder is dat thans de hoogte van zijn inkomen geworden. Rob van Dijk, beloningsadviseur bij de Hay Group komt tot dezelfde conclusie:

'Als een bestuurder het idee heeft dat hij goed werk doet, vindt hij dat zijn marktwaarde is gegroeid. Dat wil hij vertaald zien in geld, hoewel hij dat natuurlijk helemaal niet nodig heeft. Een miljoen euro salaris heeft natuurlijk niets meer met

¹⁸ Zie www.forbes.com.

*extra koopkracht te maken. Het draait om waardering, status, en de onderlinge pikorde.*¹⁹

Daarmee is stand vervangen door inkomen: de groep van topbestuurders is pluri-former samengesteld, maar juist door die (externe) democratisering is de angst voor statusverlies sterk vergroot. De groeiende inkomens zijn in dit sociologisch perspectief een vorm van *social hedging*: men probeert zich door exit- en optieregelingen te wapenen tegen een mogelijke statusval, die het gevolg zou zijn van ontslag.

Ook volgens de bedrijfsantropologen Koot en Sabelis zijn veel topmanagers vooral bezig hun machtspositie te behouden in een wereld die steeds onzekerder wordt. Uit hun interviews blijkt dat de topmanagers hun eigen omgeving drastisch zien veranderen. Eén van hen zegt:

*'(...) het is maar goed dat een heleboel zaken niet meer langs de lijnen van ons-
kent-ons in bedrijven en daarbuiten worden geregeld. De duidelijkheid naar el-
kaar toe is de afgelopen tien jaar verschrikkelijk veel groter geworden. Mensen
komen op voor zichzelf en dus willen ze, volkomen terecht, alles vastgelegd zien in
contracten en regelingen.'*²⁰

De nieuwe topbestuurders komen veel minder dan vroeger uit traditionele elite-families, zij zijn sociaal niet meer verankerd in een 'hogere stand'. Er is in zekere zin sprake van een democratisering en professionalisering van de bestuurselite. Het is een beroepsgroep geworden die zich *mirabile dictu* juist daardoor in een isolement lijkt te bevinden, als wij Van Witteloostuijn mogen geloven.²¹ Zij leven in een 'virtuele wereld', menen ook Koot en Sabelis (2000). Zij citeren een topma-nager van één van de grootste Nederlandse multinationals:

*'Het primaat van de aandeelhouder is bij mijn bedrijf vrij nieuw, ongeveer tien
jaar. Vroeger lag het primaat bij de werkgelegenheid. Nu bepaalt de financiële
wereld ons. (...) Er is een veel grotere verharding opgetreden, 10 tot 20 procent
van de top van ons wordt nu regelmatig vervangen, de loyaliteit aan het bedrijf
verandert natuurlijk wel. Eigenlijk is het moeilijk te pruimen dat zoveel mensen
op soms onheuse manier eruit vliegen, maar ja we moeten mee met de stroom.'*²²

Zo is er inmiddels een nieuwe klasse ontstaan die zich in toenemende mate, ook in fysieke zin, afschermt van de rest van de samenleving. Een klasse ook die veel minder dan de oud-geld-elite is georiënteerd op het in stand houden van een *civic community*, omdat zij veel kosmopolitischer is, veel minder plaatsgebonden. Het idee om van generatie op generatie in hetzelfde huis te wonen, met dezelfde verantwoordelijkheid jegens de lokale gemeenschap, is haar vreemd. Dat wordt versterkt door een meritocratische ideologie: wie geslaagd is, heeft dat uitsluitend aan zichzelf te danken. Het ontbreekt de meritocratische klasse van nieuwe rijken aan het besef dat zij de gemeenschap wat verschuldigd is; dat haar privileges niet

¹⁹ Interview in *De Volkskrant*, 6 november 2004.

²⁰ Koot en Sabelis (2000).

²¹ *De Volkskrant*, 24 april 2004.

²² Koot en Sabelis (2000).

alleen maar resultaat zijn van de eigen voortreffelijkheid. 'Their snobbery lacks the acknowledgement of reciprocal obligations between the favoured few and the multitude,' schreef Christopher Lasch over de klasse van nieuwe rijken in de vs (Lasch, 1995).

In zijn boekje over het *new boys network* schetst onderzoeker Jos van Hezewijk (2003) een aardig beeld van delen van deze *nouveau riche*. De nieuw-geldelite is niet meer geworteld in een traditionele gemeenschap waarin ook verticale loyaliteiten bestaan. De meeste nieuwe rijken laten zich aan de lokale of nationale gemeenschap weinig gelegen liggen. Ook in de woonomgeving van de traditionele elites wordt die nieuwe klasse zichtbaar: hoe nieuwer het geld, hoe hoger de hekken.

8 Conclusie

De dagelijkse omgeving van een Nederlandse bestuurder van een grote onderneming is, zoals uit het bovenstaande wel mag blijken, in de afgelopen decennia zeer sterk veranderd. Het Rijnlandse consensusmodel maakt steeds meer plaats voor het Angelsaksische concurrentiemodel. De Nederlandse bestuurselite verliest haar grip op de bedrijven, die in toenemende mate door buitenlanders worden bestuurd. Het lijkt geen toeval te zijn dat deze ontwikkeling gepaard gaat met een crisis in behoorlijk bedrijfsbestuur. In de jaren rondom de eeuwwisseling hebben er onevenredig veel wisselingen in de raden van bestuur voorgedaan (Van Hezewijk, 2004). *Exit* verdingt *Voice* als dominante coördinatiestrategie. Pijlers van stabiliteit en betrouwbaarheid wankelen. Zelfs het braafste jongetje van de beurs, de Koninklijke Shell, bleek in het voorjaar van 2004 geknoeid te hebben in de boeken. De dominante positie van de Nederlandse tak van het concern in de nieuwe concernstructuur doet vermoeden dat Shell toch meer vertrouwen heeft in Rijnlandse dan in Britse opvattingen over bedrijfsbestuur.

Adel en patriciaat spelen nauwelijks nog een rol in het bestuur en het toezicht van de grotere bedrijven. De netwerkrelaties tussen de overgebleven *old boys* zijn nog wel aanwezig, maar lang niet meer zo sterk en hecht als in de jaren zeventig (of daarvoor). Terwijl de samenhang in het netwerk sterk afneemt, zien we de beloning en bonussen van topbestuurders stijgen. Is hier sprake van een causale samenhang? Dat is niet eenvoudig te zeggen. Dat de spectaculaire inkomensstijging van topbestuurders een *gevolg* is van het *old boys network* ligt in ieder geval niet voor de hand. Ook het arbeidsmarktargument lijkt niet erg sterk, zoals wij hierboven betogen. Veeleer is het de combinatie van toegenomen statusonzekerheid, die men wil afkopen, en het verdwijnen van de normen en waarden van de oude bestuurselite die zich liet voorstaan op een zekere mate van soberheid en zelfbeperking. Volgens deze interpretatie wordt het begrip marktwerking niet opgevat als een tendens naar beloning op basis van een objectieve maat (zoals dat zowel in de marxistische als in de (neo)klassieke economie wordt verondersteld), maar als een uitdrukking van maatschappelijke machtsverhoudingen waaraan geen van de marktpartijen zich kan onttrekken, maar die toch geen objectieve basis heeft.

Of de grotere duidelijkheid en de juridisering van de onderlinge verhoudingen ook werkelijk vooruitgang betekent is de vraag. Het mag evenwel duidelijk zijn dat het niet juist is om bestuursnetwerken als het grote kwaad te zien. Er kan ook een zelfsturende kracht van uitgaan. In tegenstelling tot de Verenigde Staten, waar men met de *Sarbanes-Oxley Act* weer een beroep doet op stringente wet- en

regelgeving lijkt de overheersende Europese benadering van de *corporate governance*-problematiek er een te zijn waar van de zelfsturende werking en het zelfreinigend vermogen van het bedrijfsleven veel heil wordt verwacht. We zullen de *old boys* nodig hebben voor deugdelijk ondernemingsbestuur.

LITERATUUR

- Albert, M. (1991), *Capitalisme contre Capitalisme*, Paris: Éditions du Seuil
- Berge, T. van den, en M. Fennema (1985) Verwantschapsstructuren in de financieel-economische elite, *Sociologisch Tijdschrift*, 11(4), 727-751
- Beusichem, H.C. van (2004), *Corporate Governance in Dutch History: 1923 vs 2003*, MA Thesis, Rotterdam: Rotterdam School of Management / Erasmus Universiteit Rotterdam
- Blokland, H. (2004), De corrumpering van de Amerikaanse democratie, *Socialisme en Democratie*, 61(4), 8-23
- Carroll, W.K., and M.Fennema (2002), Is there a Transnational Business Community?, *International Sociology*, 17(3), 393-419
- CBG (1903-2003), *Nederland's Adelsboek*, Den Haag: Centraal Bureau voor Genealogie en Heraldiek
- CBG (1910-2003), *Nederland's patriciaat*, Den Haag: Centraal Bureau voor Genealogie en Heraldiek
- Commissie corporate governance (2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: Ministerie van Financiën (rapport Commissie-Tabaksblat; als bijlage 1 opgenomen in deze bundel)
- Davis, G.F., M. Yoo, and W.E. Baker (2003) The Small World of the American Corporate Elite, 1982-2001, *Strategic Organization*, 1(3), 301-326
- Granovetter, M.S. (1973), The Strength of Weak Ties, *American Journal of Sociology*, 78(6), 1360-1380
- Granovetter, M.S. (1985), Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness, *American Journal of Sociology*, 91(3), 481-510
- Hart, P. 't (1990), *Groupthink in Government: A Study of Small Groups and Policy Failure*, Amsterdam etc.: Swets and Zeitlinger
- Hay Group / Towers Perrin (2001), *Honoring Raad van Bestuur en directiefuncties 1996-2000*, Rapportage bestemd voor VNO-NCW en NCD, Zeist: Hay Group
- Hay Group / Towers Perrin (2003), *Honoring Bestuurders en Directeuren in perspectief 1996-2002/2003*, Rapportage bestemd voor VNO-NCW en NCD, Zeist: Hay Group
- Heemskerk, E.M. (2004), De internationalisering van de Nederlandse financieel-economische bestuurselite, in M. Fennema en H. Schijf (red.), *De Nederlandse elite in de twintigste eeuw*, Amsterdam: Amsterdam University Press, 39-56
- Heemskerk, E.M., R.J. Mokken, en M. Fennema (2002), De organisatie van het Nederlandse bedrijfsleven: Graven naar macht 25 jaar later, *Tijdschrift voor Politieke Economie*, 24(1), 109-134

- Heemskerck, E.M., R.J. Mokken, and M. Fennema (2003), *From Stakeholders to Shareholders. Corporate Governance Networks in The Netherlands 1976-1996*, SSRN working paper, <http://ssrn.com/abstract=411580>
- Helmers, H.M., R.J. Mokken, R.C. Plijter, F.N. Stokman, en J.M. Anthonisse (1975), *Graven naar macht: Op zoek naar de kern van de Nederlandse economie*, Amsterdam: Van Gennep
- Hezewijk, J. van (2003), *De nieuwe elite van Nederland. Het new boys netwerk op jacht naar geld, status en invloed*, Amsterdam: Balans
- Hezewijk, J. van (2004), Business as usual: Weinig invloed Tabaksblad op benoeming commissarissen, *Elan*, Februari, 34-36
- Hoogenboom, M.J.M.H. (2003), *Standenstrijd en zekerheid. Een geschiedenis van oude orde en sociale zorg in Nederland*, Amsterdam: Boom
- Irving, L.J. (1972), *Victims of Groupthink*, Atlanta: Houghton Mifflin
- Koot, W., en I. Sabelis (2000), *Over-leven aan de top. Topmanagers in complexe tijden*, Utrecht: Lemma
- Lasch, C. (1995), *The Revolt of the Elites and the Betrayal of Democracy*, New York: Norton
- Mokken, R.J. (1971), *Invloedsstructuren van politieke en economische elites in Nederland: een voorlopig verslag*, Amsterdam: Universiteit van Amsterdam
- Nierop, T. (2003), Fusies veroorzaken recessie, *De Accountant*, 110(1), 44-47
- Nobel, J., en M. Fennema (2004), Economische elites na de dekolonisatie van Nederlands-Indië: verlies van posities, desintegratie van netwerken, verschuiving van zwaartepunten, *Mens en Maatschappij*, 78(3), 15-38
- OECD (1998), *Income Distribution and Poverty in Selected OECD Countries*, Economics Department Working Papers No. 189, Paris: OECD
- Schenk, H.E.J.J. (2005), *Mergers, Efficient Choice and International Competitiveness: Bandwagon Behaviour and Industrial Policy Implications*, Aldershot/Oxford: Edward Elgar (forthcoming)
- Schijff, H. (1993), *Netwerken van een financieel-economische elite. Personele verbindingen in het Nederlandse bedrijfsleven aan het eind van de negentiende eeuw*, Amsterdam: Het Spinhuis
- Stokman, F.N., J. van der Knoop, and F.W. Wasseur (1988), Interlocks in the Netherlands: Stability and Careers in the Period 1960-1980, *Social Networks*, 10, 183-208
- Useem, M. (1984), *The Inner Circle: Large Corporations and the Rise of Business Political Activity in the U.S. and U.K.*, New York: Oxford University Press
- Windolf, P. (2002), *Corporate Networks in Europe and the United States*, Oxford: Oxford University Press

Laat de markt zijn werk doen

R. Pieterse*

1 Inleiding

Sinds de ‘Veertig aanbevelingen’ van de Commissie-Peters staat het onderwerp *corporate governance* of ‘goed ondernemingsbestuur’ versterkt in de aandacht. De voorspoedige ontwikkelingen in het bedrijfsleven in de jaren negentig van de vorige eeuw bleken in een aantal spectaculaire gevallen bij het begin van de 21ste eeuw toch minder mooi en minder degelijk te zijn geweest dan alom werd aangenomen. Boekhoudschandalen bij bedrijven als Enron, Tyco, Worldcom, Vivendi, Ahold en inmiddels ook Parmalat en Koninklijke Olie/Shell, al dan niet vergezeld van torenhoge salarissen, welkomstpremies, stevige bonussen en gouden afvloeiingsregelingen kwamen pregnant in het nieuws. Toezichhouders, accountants, aandeelhoudersvergaderingen of wetgeving waren in onvoldoende mate in staat gebleken corrigerend op te treden.

Bijna van de een op de andere dag sloeg de stemming om van ‘alles kan’ tot ‘niets deugt’. Beleggers, die de betrokken ondernemingen en hun leiders hadden bewierookt, schreeuwden nu moord en brand. *Corporate governance* stond plotse-ling hoog op de agenda. Regelgeving werd aangescherpt, nieuwe regelgeving geïntroduceerd en in een aantal landen werden via zelfregulering gedragscodes verbeterd of opgesteld. Politici maakten zich meester van het onderwerp. Konden ze in de jaren van grote voorspoed maar beperkt greep krijgen op het bedrijfsleven, nu zagen zij hun kans schoon meer invloed uit te oefenen en in sommige gevallen hun ideologische stokpaarden te berijden. Bedrijven werden opgezadeld met nieuwe controlemaatregelen. Financiële controleorganen, beursinstanties, advocaten en accountants zagen nieuwe werkterreinen ontstaan. De voorlopige uitkomst is dat we nu van een overdreven *high trust*- zijn beland in een waarschijnlijk net zo overdreven *low trust*-stemming. De vele goeden moeten, zoals gebruikelijk, lijden onder de wandaden van een beperkt aantal slechteriken.

Behalve de waardering voor de acties die leiden of hebben geleid tot een aanscherping via codes, regelgeving *et cetera* wil dit hoofdstuk ook een zeker vertrouwen uitspreken in de marktkrachten, die wangedrag corrigeren.

2 Rol van de regelgever in het algemeen

De twee vragen die bij het onderwerp *corporate governance* zouden moeten opkomen is of de overheid regelend moet optreden bij de inrichting van het private ondernemingsbestuur en zo ja, of de overheid de positie van aandeelhouders dient te

* Lid Commissie corporate governance (Commissie-Tabaksblat), tot 1 september 2003 voorzitter van de raad van bestuur van Wolters Kluwer nv.

versterken. Het is goed even bij deze eerste vraag stil te staan, want hoewel de eerste reactie op die vraag vanuit de toestand zoals aangetroffen in de eerste jaren van de nieuwe eeuw positief zou kunnen zijn, valt er ook wel wat voor te zeggen om minder primair te reageren. Zaken tussen de burgers onderling moeten alleen dan het territorium van de wetgever zijn als er wezenlijke belangen van andere burgers in het geding zijn. De overheid zal en moet zich vooral niet bemoeien met zaken die tussen de burgers onderling goed zijn te regelen, zoals de vorm van organisatie van een bedrijf, sportvereniging of soortgelijke organisatie. Pas als blijkt dat dit bedrijf of deze vereniging als gevolg van zijn organisatie-model of taakopvatting een last, bedreiging of dergelijke voor de samenleving oplevert ontstaat een rol voor de overheid om misstanden te bestrijden of te voorkomen door middel van regelgeving en daarop aansluitende wetshandhaving. Zolang er geen sprake is van een situatie die een groter (algemeen) belang schaadt of dreigt te schaden, zou een observerende rol van de overheid voldoende dienen te zijn.

Helaas is dit niet altijd de praktijk, zoals we bijna dagelijks kunnen constateren. Gelijkelijk elke organisatie met een grein aan ambitie wil een parlement of een ambtelijke apparaat zijn bestaansrecht rechtvaardigen. Niet zelden worden deze daarbij gevoed door allerhande belangengroepen, die een beroep op deze instanties doen uit naam van het algemeen belang. Dat algemeen belang wil in de praktijk nogal eens overeenkomen met het vaak handig verpakte eigen belang van groepen in de maatschappij. Zeker als er verkiezingen voor de deur staan is de verleiding groot om kwantitatief belangrijke groepen in hun wensen te honoreren, hoewel neutraal te achten wetenschappelijke bureaus vaststellen dat op langere termijn niet altijd de juiste beslissing wordt genomen. De media spelen hierbij niet altijd een objectief-neutrale rol, omdat ook zij gedreven worden door oplagen en kijkcijfers en de saaie werkelijkheid werkt daarop niet altijd bevorderend uit. Een ideale overheid echter luistert niet al te frequent naar allerhande zielige burgers en bedrijven. Democratie is mooi, maar hoeft toch niet te betekenen dat op elke oprisping wordt gereageerd of dat elke belangengroep op basis van de macht van het getal gehoor krijgt. Een zekere doofheid voor het dagelijkse geklaag kan geen kwaad.

De werkelijkheid wordt echter gekenmerkt door enerzijds de wens van de burgers dat direct een appel gedaan moet kunnen worden op de overheid ('daar moeten ze toch hoognodig iets aan doen'), terwijl anderzijds op hetzelfde moment over een teveel aan inmenging geklaagd wordt ('waar bemoeien ze zich nu weer mee?'). Hoofddlijn van het overheidsbeleid zou moeten zijn: regel uw eigen zaken en veroorzaak vooral geen schade of overlast voor uw omgeving. Pas in het geval dat u zulks niet doet of dreigt te doen kom ik in actie ter voorkoming van erger.

3 Overheid en corporate governance

In lijn met het hiervoor gestelde is er in beginsel geen rol voor de overheid bij het inrichten en bewaken van het ondernemingsbestuur, zolang de *stakeholders* en de buitenwereld geen wezenlijk nadelige gevolgen van de gekozen situatie hebben.

Aandeelhouders zijn in beginsel mondig genoeg om te zeggen wat ze ervan vinden en personeel kan zich organiseren in vakverenigingen of andere belangenbehartigingsorganisaties. Bovendien heeft in onze vrije wereld niemand de plicht in een bepaald bedrijf te werken, er geld in te steken of er producten en

diensten aan te leveren. Een zich ‘misdragend’ bedrijf kan door zijn omgeving via uitsluiting respectievelijk slechte naam tot de orde worden geroepen. Hoe sterk was niet de invloed van de consument toen Shell zijn (goede of slechte?) plannen lanceerde voor het ontmantelen van de Brent Spar? Wat deden de klanten van Albert Heijn toen ze honorering van de voorzitter van Ahold extreem vonden? En wat deden de besturen in beide situaties? Zij stelden hun plannen bij. Er zijn vele voorbeelden te noemen waaruit blijkt dat de burger - al dan niet georganiseerd - heel wel in staat is zijn invloed uit te oefenen op het gedrag van een bedrijf, ook al beschikt hij niet over een formele zeggenschap. Hetzelfde geldt voor de relatie met de aandeelhouders en de overige financiële wereld. Waarom doen bedrijven anders zo hun best om via *investors relations* de goede kanten van hun bedrijfsvoering te laten zien? Wat doet een bedrijf als leveranciers opstandig worden en bijvoorbeeld betaling vooraf gaan eisen? Het management kan zulke acties meestal maar korte tijd negeren, omdat anders het voortbestaan van de onderneming in gevaar komt. Personeel laat het afweten, klanten gaan weglopen, financiers houden het voor gezien. Het bedrijf kan zich hier tegen tweer stellen door de klant te paaien met zeer lage prijzen, het personeel bijzonder hoge lonen te bieden of de bereidheid vertonen extra hoge financieringskosten te willen dragen. Op deze kostbare wijze kunnen de *stakeholders* er van af worden gebracht af te zien van de door hen gewenste invloed. De prijs zal veelal te hoog blijken, het ondernemingsbestuur draait bij of wordt vervangen: de markt heeft zijn werk gedaan.

Toch kan een overheid niet in alle situaties aan de kant blijven staan en afwachten tot de marktkrachten hun zegenend werk gaan doen. Er kunnen zich situaties van machtsmisbruik voordoen, die niet simpel zijn te bestrijden door de betrokken *stakeholders*. Zo zal een monopoliesituatie de overheid altijd alert dienen te maken. Als een bedrijf in een regio de enige of belangrijkste werkgever is helpt georganiseerd protest voor betere arbeidsomstandigheden niet veel als werknemers niet mobiel (kunnen) zijn. Ook leveranciers of afnemers kunnen buiten hun eigen toedoen in een afhankelijkheidspositie geraken, die alleen door regelgeving kan worden rechtgezet. Het zal duidelijk zijn dat de overheid dan niet met de armen over elkaar kan gaan afwachten tot de markt zijn werk na vele jaren en waarschijnlijk op desastreuze manier heeft gedaan. Dan is ingrijpen via regelgeving geboden.

4 Autonomie in eigen kring?

Uit het voorafgaande zal blijken dat de rol van de overheid met betrekking tot het thema *corporate governance* in beginsel terughoudend dient te zijn. Het is eerder een geval van ‘niet ingrijpen, tenzij’ dan ‘ingrijpen, mits’. Want is het geweeklaag over de als zwak betitelde *corporate governance* in Nederland terecht? Zijn de ondernemingsbesturen wel zulke booswichten als door sommigen wordt verondersteld? In hoeverre is de stand van zaken van de *corporate governance* niet de zelfgekozen uitkomst van vele jaren inactiviteit? Hebben de aandeelhouders en certificaathouders wel recht van spreken? Heeft men zich niet willens en wetens een positie laten welgevalen, die men nu plotsklaps niet meer acceptabel acht? Men wist toch, dat het betreffende bedrijf beschermd was? Men kon toch in de statuten lezen, dat rechten van aandeelhouders waren beperkt? Toch kocht men de aandelen of certificaten en ging vervolgens zijn beklag doen. Is hier geen parallel

te trekken met huiseigenaren, die op voordelige wijze bouwgrond konden verwerven in uiterwaarden of bij vliegvelden en vervolgens gaan klagen over overstromingen en vliegtuiglawaai?

De aandeelhouders van een vennootschap, die zich graag afficheren als de eigenaren van de onderneming, zouden door alert te zijn goed in staat moeten zijn hun wensen te vertalen in de wijze van opzet en besluitvorming van de vennootschap. Dat ook hier de werkelijkheid nogal eens afwijkt van het ideaalmodel heeft meer te maken met de gemakzucht uit het verleden van de zogenaamde eigenaren van de onderneming dan met een falend overheidsbeleid of malicieus gedrag van het management van de vennootschap. Immers, door absenteïsme, hebzucht op korte termijn en dergelijke zaken heeft men allerhande situaties laten ontstaan of geaccepteerd, waarmee men later geen genoeg meer wilde nemen. Zo zijn statutaire beschermingsconstructies niet zonder de aandeelhoudersvergadering tot stand gekomen. Er zijn zelfs nog niet eens zo lang geleden bedrijven door de overheid naar de beurs gebracht met een bescherming van een grootaandeelhouder en een stichting, die de continuïteit bewaken. Het heeft de beursgang niet nadelig beïnvloed. De emissies werden ongeacht de ongunstige *corporate governance* royaal overtekend. De hoop op een winst op korte termijn was groter dan de wens tot transparantie en beïnvloedbaar ondernemingsbestuur. De aandeelhouders namen de situatie voor lief om later als het hen niet meer past te klagen over het onrecht hun aangedaan.

De stelling lijkt verdedigbaar dat de meeste aandeelhouders de *corporate governance* in goede tijden nauwelijks interesseert en hen alleen in slechte tijden tot opwinding brengt, omdat zij niet zonder schade meer hebben kunnen uitstappen. Toen de beurskoersen in de jaren negentig van de vorige eeuw door het dak gingen was de belangstelling voor de wijze waarop de resultaten werden bereikt en hoe de bestuursstructuur was vormgegeven een onderwerp voor wetenschappers en hobbyisten. Pas toen het economisch tij zich wijzigde en de bestuurders, na jarenlang torenhoge beloningen te hebben ontvangen, vervolgens wegen disfunctioneren moesten aftreden en toen weer financieel in de watten werden gelegd, veranderde de stemming en bleven de aandeelhouders niet meer op afstand. En waar zij op basis van in het verleden met hun instemming tot stand gekomen statutaire belemmeringen bij het uitoefenen van invloed werden beknot, werd herstel van de oude rechten geëist.

Een uitzondering kan wellicht gemaakt worden voor de grotere familie- of institutionele aandeelhouders. Deze hebben een beperkte flexibiliteit ten aanzien van hun belegging, zijn derhalve meer aan het bedrijf gebonden dan kleinere particuliere aandeelhouders, tonen vaak meer interesse in de gang van zaken en willen derhalve gehoord worden inzake hun opvattingen over de bedrijfsvoering. Vele niet-familie-aandeel-/certificaathouders neigen er toe te stemmen met de voeten en klagen vooral als ze te laat zijn weg gegaan. Erg serieus komt dit niet over, als zij dit hadden kunnen zien aankomen. Een uitzondering moet natuurlijk worden gemaakt voor de situatie dat er sprake is geweest van onvoldoende transparantie en/of malversaties. Dan zijn klachten gerechtvaardigd. Een goede *corporate governance* zal zeker een goede transparantie tot gevolg hebben, maar helpt maar zeer beperkt tegen fraude. Integriteit wordt niet door codes of wetgeving geschapen.

Helaas moet worden geconstateerd, zoals al eerder aangegeven, dat het bedrijfsleven (ook het Nederlandse) te ver was gegaan in de beknotting van de rechten van zijn aandeelhouders. Daarbij werd het in een groot aantal gevallen gesteund door de bepalingen vervat in de de Structuurwet, die de rechten van aandeelhouders sterk beperkt ten gunste van de raad van commissarissen en ook het personeel, zonder inspraak van de factor kapitaal.

Was dit in de Nederlandse context nog wel te volgen, buitenlanders keken met de grootste verbazing en wantrouwen naar deze unieke vennootschappelijke opzet. Men hoeft geen aperte voorstander van het Angelsaksische *shareholders value*-model te zijn om te zien dat de *checks and balances* onder het structuurregime wel erg mager konden worden.

Eerdere pogingen om de *corporate governance* in Nederland te verbeteren via de 'Veertig aanbevelingen van de Commissie-Peters' hadden per saldo niet veel opgeleverd. De nadruk die in die aanbevelingen werd gelegd op een strikter en intensiever toezicht hadden nauwelijks tot resultaten geleid. Wel was zichtbaar dat het internationaal opererend bedrijfsleven bereid was te leven naar de regels van bijvoorbeeld de London Stock Exchange of de Amerikaanse regelgevers, maar dat het zich hier te lande gedroeg naar wat hier geaccepteerd leek te zijn.

Inmiddels werden in het buitenland maatregelen getroffen door de introductie van (nieuwe) *corporate governance*-codes of striktere wetgeving. Sommige buitenlandse investeringsfondsen gingen op basis van hun statutair vastgelegde beleggingsbeleid bepaalde Nederlandse fondsen mijden wegens een gebrek aan invloed. De (inter)nationale financiële markten dreigden zich af te keren van de Nederlandse vennootschappen. De omschrijving van Nederland als een soort financiële 'bananenrepubliek' viel te beluisteren. De markt begon zich tegen de bestaande toestand te keren en had op de langere duur waarschijnlijk wel corrigerend gewerkt. Afwachten op een uiteindelijke correctie door de markt zou waarschijnlijk zeer schadelijk voor het land zijn geweest. Terecht nam de overheid nu het initiatief, na vastgesteld te hebben dat eerdere pogingen tot verbetering van de *corporate governance* via de 'Veertig aanbevelingen' van de Commissie-Peters niet voldoende effect hadden gesorteerd. Het gevolg was dat de autonomie in eigen kring ter discussie werd gesteld en dat tot actie werd overgegaan.

5 De overheid grijpt in

Ligt het nu voor de hand dat de overheid zich direct en rechtstreeks met het onderwerp *corporate governance* moet gaan bezighouden? Het antwoord is door de overheid zelf gegeven, door het bedrijfsleven en de daarbij betrokkenen de kans te bieden tot zelfregulering te komen. Een en ander wel onder de dreiging van wetgeving als er niet of te laks gehoor gegeven zou worden aan deze uitnodiging. Tot de bij het bedrijfsleven betrokkenen werden onder andere gerekend VNO-NCW, Euronext, VEUO, pensioenfondsen en VEB, maar niet de vakbeweging. Het *corporate governance*-thema werd conform de opdracht uitsluitend en geheel gezien in het kader van het herstel van het vertrouwen in de financiële markten en er werd kennelijk verondersteld dat de vakbeweging daar geen rol in had te spelen.

Onder leiding van het VNO-NCW is de Commissie corporate governance samengesteld, die begin maart 2003 werd geïnstalleerd. Onder voorzitterschap van Morris Tabaksblat is medio 2003 een concept-rapportage samengesteld, die ver-

volgens voor commentaar is gepubliceerd. Begin december 2003, binnen het door de Ministeries van Financiën en van Economische Zaken vastgestelde tijdschema, is het definitieve rapport aangeboden (Commissie corporate governance, 2003) en heeft de commissie zich opgeheven. De overheid werd aanbevolen de code werkbaar te maken door enerzijds de grondregel 'pas-toe-of-leg-uit' wettelijk te verankeren en anderzijds wettelijk kader te scheppen voor die principes en *best practices*, die onder de huidige wet- en regelgeving niet zonder meer uitvoerbaar zijn. Voorts is de aanbeveling gegeven de code actueel te houden door het instellen van een monitoringcommissie, met de mogelijkheid correcties en aanvullingen op de code te geven. Het kabinet-Balkenende II heeft inmiddels aangegeven de code te accepteren en is bezig met het verwezenlijken van het wettelijk kader teneinde het pas-toe-of-leg-uit-principe van de code per 2005 van kracht te laten zijn.

6 De hoofdlijnen van de code

Zonder hier in detail op de code in te gaan geef ik een beknopt overzicht van de essentiële zaken die er in zijn verwoord.

Voor de code is sterk gekeken naar het Verenigd Koninkrijk, aangezien daar al veel ervaring met dit soort codes bestaat en de *corporate governance* daar tot de beste ter wereld wordt gerekend. Twee elementen spelen daarbij een rol: machts-evenwicht en transparantie.

De Nederlandse code beoogt de scheefgegroeide situatie ten aanzien van *checks and balances* te repareren. De macht van de raden van bestuur wordt beperkt, de raden van commissarissen dienen hun toezichhoudende rol scherper uit te voeren en de aandeelhoudersvergadering krijgt meer rechten.

Daarnaast dient de transparantie van de onderneming te worden verbeterd, zodat de bij de onderneming betrokkenen de hun toegedachte rol kunnen uitoefenen respectievelijk de markt zijn werk kan doen. Eventuele (potentiële) belangenverstrengelingen of een (dreigend) gebrek aan onafhankelijkheid moeten worden gemeld. Inzicht dient te worden gegeven in de risico's waar de onderneming mee te maken kan krijgen en in de vraag hoe die risico's kunnen worden beperkt. Er dient openheid over de beloningen van de leden van de raad van bestuur en de raad van commissarissen te worden gegeven door niet alleen de absolute hoogte te melden, maar ook inzicht te geven in de wijze van totstandkoming. Voorwaarden voor de bonus- en/of optietoekenning dienen te worden gepubliceerd. Het beloningsbeleid dient behalve te worden gepubliceerd ook te worden goedgekeurd door de aandeelhoudersvergadering. Het reglement van de raad van commissarissen alsmede het rooster van aftreden dient openbaar te worden gemaakt.

Zonder transparantie kunnen de *stakeholders* geen afgewogen mening hebben over de gang van zaken bij de onderneming en kan derhalve de markt zijn werk niet doen. Was dit al een trend in de jaarrekening, ook voor het bestuur van de onderneming geldt zulks nu.

7 Enige specifieke zaken uit de code

De code legt ook verplichtingen op, bijvoorbeeld aan aandeelhouders om gebruik te maken van hun rechten (bezoeken van de vergadering, vragen stellen aan accountant, *et cetera*) en publiekelijk verantwoording af te leggen van de wijze waar-

op van deze rechten gebruik is gemaakt. Zo dienen institutionele aandeelhouders hun stemgedrag (op hun website) te publiceren. Het zal duidelijk zijn dat de onderneming zelf aan deze *best practice* uit de code geen opvolging kan geven, aangezien die buiten zijn macht ligt.

Een soortgelijke situatie doet zich voor bij de in de code opgenomen beperking van de rol van de stichtingen die certificaten uitgeven voor de door hen gehouden aandelen. De code bepaalt onder andere dat deze stichtingen onder alle omstandigheden het stemrecht op de door hen gehouden aandelen desgevraagd moeten verstrekken aan de certificaathouders. De stichtingen mogen alleen optreden voor die certificaathouders die niet opkomen of geen belangstelling tonen voor het uitoefenen van hun stemrecht. Het doel van deze bepaling is enerzijds de stemrechten weer terug te geven aan de certificaathouders, maar ook om op deze manier het absenteïsme in de aandeelhoudersvergadering te doen verminderen.

Afgezien van het feit dat de nieuwe Structuurwet, die in het najaar 2004 is ingegaan, beperking van het stemrecht in zogenaamde 'oorlogstijd' toestaat, zal het duidelijk zijn dat de onderneming geen directe verantwoordelijkheid kan dragen voor handelen of gebrek aan handelen van een onafhankelijke stichting. Het eenzijdig wijzigen van de administratievoorwaarden tussen stichting en vennootschap dan wel het doen aanpassen van de statuten van de stichting is niet zonder meer mogelijk.

In zijn conceptvorm waren in de code verreichende bepalingen opgenomen tot intoming van wat werd gezien als exorbitante beloningssystemen. In de conceptcode was bepaald dat de variabele beloning niet meer dan 50 procent van de totale beloning zou mogen zijn. Dit punt heeft veel verzet opgeroepen tijdens de consultatieperiode in de zomer van 2003. Velen legden deze regel uit als 50 procent van het vaste salaris en dus 25 procent van het totale salaris, waar bedoeld was een variabel salaris, dat niet meer zou mogen bedragen dan het vaste salaris. Voor de internationale bedrijven was de eerste uitleg (25 procent van het totale salaris) onacceptabel en zelfs een variabel salaris dat het vaste salaris niet te boven mocht gaan werd als internationaal onacceptabel gezien. Voor meer op Nederland gerichte bedrijven bleek een variabel gedeelte dat zo'n 25 procent van het totale salaris bedroeg vaak aan de hoge kant. Bovendien bleek dat regelmatig meerjarenbonussen werden verstrekt, waarvoor de jaarlijkse toerekening een probleem was. Immers, wordt de gehele bonus toegerekend aan het laatste jaar als gebleken is dat aan alle voorwaarden is voldaan of moet elk jaar een deel worden gereserveerd? En wat moet er dan gebeuren met de 'vrijval' als in dat laatste jaar blijkt dat de bonus niet is verdiend? Kortom, teveel praktische bezwaren en niet in lijn met wat in de landen rondom Nederland gebruikelijk is.

Een ander punt was de optieregeling. Hoewel in de commissie besproken is om optieverstrekking niet als *best practice* te beschouwen, haalde dit standpunt niet de eindronde. Toch is er veel voor te zeggen om af te zien van opties en dit instrument in te wisselen voor een geldbonus of eventueel aandelen, die alleen onder stringente voorwaarden kunnen worden verkocht.

Opties waren in de jaren negentig van de vorige eeuw voor de onderneming het ideale instrument om de medewerkers te belonen. Zij werden meestal zonder vooraf vastgelegde voorwaarden ruimhartig verstrekt, waren fiscaal vriendelijk voor bedrijf en medewerker en belastten noch de verlies- en winstrekening, noch

de kasstroom. Alleen de verwatering van de winst per aandeel was een zaak waar rekening mee diende te worden gehouden. Voor dit laatste aspect was de oplossing gevonden door aan beleggers toe te zeggen het geplaatste kapitaal uit te breiden als gevolg van optietoekenningen.

De grote gedachte achter opties was dat door de inspanningen van de medewerkers de resultaten zouden verbeteren, hetgeen zich zou weerspiegelen in een naventende stijging van de beurskoers. De praktijk in die periode leek de theorie te bevestigen en pas in het begin van deze eeuw bleek dat verband niet zo rechtstreeks als was aangenomen. Hoewel er op de langere termijn zeker een positief verband zal kunnen worden vastgesteld tussen de ontwikkeling van de resultaten en de beurskoersen, zijn er op korte termijn genoeg versturende invloeden om tot een ander of geen verband te komen. Een rentewijziging die buiten de macht van de onderneming ligt kan een grote positieve, maar ook negatieve invloed op de koersontwikkeling hebben. Ook speculaties over overnames hebben hun duidelijke uitwerking op de beurskoersen. Nog niet genoemd is het ontbreken van een directe relatie tussen inspanning en resultaat. Vaak leiden noodzakelijke acties die onder economisch moeilijke omstandigheden moeten worden genomen tot slechte resultaten op de korte en hopelijk betere resultaten op de lange termijn. Aangezien op zijn zachtst gezegd niet elke aandeelhouder altijd oog heeft voor de lange termijn, zal een op zich goede, maar financieel belastende beslissing leiden tot een verlaging van de koers met als eventuele uitkomst het missen van de gehoopte optieopbrengsten. Daar managers ook maar mensen zijn waarvoor geldt dat de ene vogel in de hand meer waard is dan de tien in de lucht, zijn de voorwaarden geschapen voor het niet respectievelijk te laat nemen van maatregelen of, nog erger, het masseren van de resultaten. Met de gevolgen daarvan worden we vandaag de dag nog steeds geconfronteerd.

Dit alles heeft de commissie er niet toe kunnen doen besluiten de optie als beloningsinstrument van *best practice* uit te sluiten. Daarbij heeft zeker een rol gespeeld dat Nederland zich daarmee buiten de internationale orde op beloningsgebied zou plaatsen.

Een ander onderwerp dat tot grote beroering heeft geleid en soms nog steeds leidt is (de mutatie in) het effectenbezit van leden van de raad van bestuur en de raad van commissarissen. Het gaat dan niet zozeer om het bezit van aandelen in de 'eigen onderneming' – daar is inmiddels wetgeving voor –, maar het bezit van andere beursgenoteerde Nederlandse effecten. Voorzag de conceptversie van de code in een uitsluiting van het bezit van beursgenoteerde effecten, niet zijnde beleggingsfondsen of in een 'vrije hand-beheer' zijnde portefeuille, de definitieve versie vraagt slechts om een kwartaalmelding van mutaties in de portefeuille van die Nederlandse beursgenoteerde effecten die niet vallen onder het 'vrije hand-beheer' of die beleggingsfondsen zijn. Doel van deze bepaling is om elk tegenstrijdig belang of eventuele voorkennis alsmede de schijn ervan uit te sluiten. In veel gevallen wordt dit als een onacceptabele inbreuk op de privacy gezien en zal men niet in overeenstemming met deze *best practice* gaan handelen.

8 Verscherpt toezicht

De wet legt het toezicht op het doen en laten van de raad van bestuur in het bij ons in meerderheid voorkomende *two-tier*-model bij de raad van commissarissen. De code biedt de raad een aantal aanknopingspunten om dit toezicht verscherpt uit te oefenen. Het is de vraag of een aandeelhoudersvergadering bekleed met meer rechten dit niet beter kan dan de commissarissen. Immers, de aandeelhouders zijn of beschouwen zich als de eigenaren van de onderneming en wie kan er nu beter toezicht houden dan de eigenaren? Het oog van de meester maakt het paard vet.

Helaas is dit een te eenvoudige voorstelling van zaken, gezien de tijdhorizon van de meeste aandeelhouders en het gemak waarmee zij wijzigingen in hun portefeuille kunnen aanbrengen. Het stemmen met de voeten is letterlijk aan de orde van de dag. Veel aandeelhouders hebben niet veel geduld om de rit over de bodem met de onderneming mee te maken. En waarom zouden zij ook als het hen voornamelijk om de financiële uitkomsten gaat? Het kapitaal van menige beursgenoteerde onderneming, zeker indien genoteerd in het meer actieve deel van de markt, vertoont een hoge omloopsnelheid op jaarbasis. Een zodanig fluctuerende aandeelhoudersbasis vormt geen goed platform voor toezicht. Daarnaast bestaat ook een categorie aandeelhouders die weliswaar lang in een onderneming blijft beleggen, maar die om hun moverende redenen niet in zeggenschap is geïnteresseerd. Ook zij vormen natuurlijk geen goede toezichthouders.

Het spreekt vanzelf dat deze conclusie niet van toepassing is op (lange-termijn-) familieaandeelhouders of grote institutionele beleggers, die zich langjarig aan een onderneming hebben geëngageerd. Zij kunnen niet of maar moeilijk weg en vertonen al dan niet gedwongen een bovengemiddelde interesse in de onderneming. Hun betrokkenheid op lange termijn zou door het bestuur dienen te worden gehonoreerd, ware het niet dat de wet ongelijke behandeling van aandeelhouders verbiedt. Het ware te onderzoeken of aan aandeelhouders die zich uitspreken voor een langdurige verbondenheid met de onderneming meer zeggenschap en/of meer dividend kan worden gegeven dan aan diegenen die de belegging voornamelijk financieel zien en die zullen vertrekken als hen dat beter past. Aan deze gedachte zullen ongetwijfeld juridische haken en ogen zitten, maar bij de familieonderneming kan het ook. De in Frankrijk en Zweden bestaande situatie, waarin langdurig aandeelhouderschap achteraf wordt beloond, voorziet ten dele in deze problematiek.

9 Rol en verantwoordelijkheid van de aandeelhouder

In de code worden de rechten van de aandeelhouders en/of certificaathouders hersteld of aanzienlijk verruimd. Zo krijgt de aandeelhoudersvergadering de bevoegdheid het beloningsbeleid en het dividend- en reserveringsbeleid goed te keuren, benoemt hij de leden van de raad van commissarissen en de raad van bestuur, zal hij op de hoogte worden gesteld van een serieus bod op een deel van of op de gehele onderneming, en mag hij zich uitspreken over acquisities of desinvesteringen die het karakter van de onderneming wezenlijk doen veranderen. Tegenover rechten staan ook plichten en de vaak gehoorde opmerking dat de aandeelhouders de eigenaren zijn van de onderneming ontslaat hen niet van die plichten. Het uitoefenen van stemrecht of de mogelijkheid om dat te doen schept misschien geen formele, maar dan toch wel de morele verplichting de consequenties

van zijn daden mee te maken. Het is bijvoorbeeld te gemakkelijk een hoog dividend af te dwingen en vervolgens de (in koers gestegen?) aandelen te verkopen. Of stemming te maken tegen het beloningsbeleid zonder bereid te zijn de consequenties op lange termijn daarvan onder ogen te willen zien. Of wat bij buitenlandse aandeelhouders nogal eens voorkomt, tegen te stemmen zonder dat men bereid of in staat is zijn negatieve mening toe te lichten of te verdedigen.

De eerste optredens van aandeelhouders in aandeelhoudersvergaderingen na het verschijnen van de definitieve code stemmen in dat opzicht niet allemaal positief, maar het is nog te vroeg voor een eindoordeel.

10 De code en non-compliance

Het is een illusie te veronderstellen dat alle bedrijven alle *best practices* zullen nakomen. Ook het op het gebied van *corporate governance* zo vooruitstrevende Verenigd Koninkrijk zijn er bijna geen ondernemingen die geheel en al aan de code aldaar voldoen. Ook in Nederland is dit te verwachten en de voorzitter van de commissie heeft deze verwachting in interviews ook al enige malen uitgesproken.

Op zichzelf hoeft dit geen probleem te zijn, want voor de code geldt 'pas-toe-of-leg-uit'. De toepassing van deze mogelijkheid zal door de Autoriteit Financiële Markten worden gecontroleerd, niet inhoudelijk, maar marginaal, is de aanbeveling van de commissie. Een door de aandeelhoudersvergadering geaccepteerde uitleg waarom sommige *best practices* niet worden toegepast geldt dan als *compliance*.

De praktijk lijkt zich helaas anders te gaan ontwikkelen. Ondanks de oproep van de Commissie-Tabaksblat om het afvinken of *box ticking* achterwege te laten zijn de financiële wereld en de financiële pers, inclusief de VEB al druk doende met deze activiteit. Daarbij heeft men nog geen kennis kunnen nemen van of is men niet geïnteresseerd in de vraag waarom een onderneming eventueel afwijkt van de code, maar het vonnis wordt al geveld door de *compliance* in een percentage uit te drukken. De vennootschap heeft als enige verweer de mogelijkheid in het jaarverslag over het jaar 2004 zo goed mogelijk de redenen van zijn eventuele *non-compliance* op te voeren en zodoende een maximale transparantie te bieden. Vanaf dat moment moet de markt zich maar uitspreken over de redelijkheid van de *non-compliance*, waarna de onderneming de gevolgen al dan niet zal zien in de koersontwikkeling.

Het onevenwichtige van de oproep tot *compliance* ligt in het feit dat de code alleen geldt voor de beursgenoteerde Nederlandse vennootschappen, maar tezelfdertijd ook anderen, zoals beleggers, financiële markten en aparte stichtingen oproept de code te volgen. Deze kunnen de oproep naast zich neerleggen zonder enige uitleg, omdat de werking van de code strikt genomen niet op hen van toepassing is.

11 Conclusies

Gezien de staat waarin de *corporate governance* in Nederland verkeerde, de geringe neiging van het bedrijfsleven daar zelf wat aan te doen en de gevolgen daarvan voor de (financiële) reputatie van ons land, was het onvermijdelijk dat de overheid tot actie is overgegaan. Daarbij is gelukkig niet gekozen voor wetgeving,

maar voor zelfregulering, die met de dreiging van wetgeving op de achtergrond tot stand is gekomen. Het bedrijfsleven en de daarmee verbonden organisaties hebben dat signaal duidelijk verstaan en zijn via het in het leven roepen van de Commissie corporate governance tot actie overgegaan. De commissie heeft een code geproduceerd die een grote mate van draagvlak heeft gekregen, niet alleen bij de direct betrokkenen zoals de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, maar ook bij andere grote ondernemingen en (maatschappelijke) instellingen. Vanuit het buitenland is positief commentaar op de code geleverd. Voorwaar een uitkomst waarop de commissie trots mag wezen.

Of dit doel geheel en al via de markt bereikt had kunnen worden is maar de vraag. Ongetwijfeld zou Nederland zich via niet-handelen buiten de internationale orde hebben geplaatst en zou te gelegener tijd de wal het schip hebben gekeerd. De schade zou echter aanzienlijk zijn geweest. En net zoals schepen die op de wal zijn gelopen had het veel tijd en moeite gekost de schade te repareren en het goede vaarwater weer te bereiken.

Maar we zijn er natuurlijk nog niet. De uiteindelijke wijze van omgang met de code moet nog blijken in de loop van 2005, als alle daartoe verplichte ondernemingen hebben gerapporteerd. Het ziet er goed uit en waar zou blijken dat sommige bepalingen minder gelukkig of onpraktisch zijn zal de nog in te stellen monitoringcommissie hopelijk snel en adequaat tot voorstellen voor aanpassing kunnen overgaan. Echt weten of er een draai wordt gemaakt in de opvattingen omtrent het machtsevenwicht zal pas later in de praktijk blijken. Papier is geduldig, maar gaan de commissarissen ook strikter toezicht uitoefenen, en wordt de beschrijving van het risicobeheers- en controlsysteem gebruikt om tot een verantwoorder en transparanter bedrijfsproces te komen? Of wordt de code een papieren tijger, die er alleen maar toe dient om gedekt te zijn mocht er iets mis gaan?

Behalve de bedoelde ondernemingen zijn er echter nog andere spelers in dit spel die hun bijdragen dienen te leveren alvorens van een totaal succes te kunnen spreken. In de eerste plaats is daar de overheid in de vorm van het kabinet, dat de 'pas-toe-of-leg-uit'-regel via een bestuurlijke maatregel moet verankeren. Ook de door de commissie gevraagde voorzieningen op wettelijk gebied om de code op een aantal punten uitvoerbaar te maken, denk aan de beperkte ontslagbescherming en afvloeiingsregelingen, moeten nog plaatsvinden. Gezien de uitspraken van het kabinet en de Tweede Kamer lijken hier zich geen grote problemen te gaan aandienen.

Minder optimistisch kan men zijn over de in de code genoemde partijen, zoals beleggers. De code gaat uit van de onderneming als een samenwerkingsverband op lange termijn, waarbij het bestuur en de raad van commissarissen dienen te handelen in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Deze plicht bestaat er niet voor de aandeelhouders: zij zijn vrij om naar eigen inzicht en dus eigen belang hun stemrecht uit te oefenen. Van de grote aandeelhouders mag men wellicht en noodgedwongen een langetermijnbenadering verwachten, maar of de kleinere, vaak particuliere maar ook uit belangengroepen stammende aandeelhouders dit zullen opbrengen is de vraag. En dan laten we nog die aandeelhoudersgroepen onvermeld die als enig doel hebben op korte termijn zulke maatregelen van de vennootschap te eisen, die een snelle, vaak kortdurende koersverbetering tot gevolg heeft en die vervolgens wordt gerealiseerd via een

verkoop van de aandelen. De onderneming zal er alles aan moeten doen de aandeelhouder bij het bedrijf te betrekken via informatie op websites, via het stemmen op afstand (bijvoorbeeld webcast met stemming via het internet), en het aanmoedigen van de administratiekantoren tot het verstrekken van stemrecht aan certificaathouders, die daar om vragen. Maar of daarmee de voor de onderneming zo gewenste vorm van langdurige betrokkenheid wordt bereikt is ongewis. Teveel optimisme op dit gebied zou wel eens naïef kunnen blijken te zijn.

Concluderend: er is veel bereikt op het gebied van voorwaarden scheppen voor een goede *corporate governance* via een herstel van de machtsverhoudingen richting aandeelhouders en commissarissen; nu de invulling nog. En laat de markten de uitkomsten van dit proces maar beoordelen. Er zullen weinig bedrijven zijn, die zich langdurig buiten de orde van de markten kunnen plaatsen. De markt is de uiteindelijke toezichthouder, die om redenen van doelmatigheid soms een beetje door de overheid moet worden geholpen door het scheppen van voorwaarden.

LITERATUUR

Commissie corporate governance (2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: Ministerie van Financiën (rapport Commissie-Tabaksblat; als bijlage 1 opgenomen in deze bundel)

Tussen aandeelhouderskapitalisme en maatschappelijk verantwoord ondernemerschap

L. de Waal*

1 Corporate governance

Corporate governance, dat staat voor deugdelijke inrichting van bestuur van en toezicht op de onderneming. En voor verantwoording door bestuur en raad van commissarissen jegens degenen die door kapitaalverschaffing of arbeid delen in haar risico's en lotgevallen. Ja, inderdaad, niet alleen de aandeelhouders maar ook de werknemers zijn deelgenoten van de onderneming.

Daarnaast (en daarvan te onderscheiden) onderhoudt de onderneming zuiver contractuele betrekkingen met leveranciers, afnemers, dienstverleners en vele anderen. En ten slotte is de onderneming een institutie met maatschappelijke verantwoordelijkheid. Zij moet zich rekenschap geven van de externe effecten van haar werkzaamheid en acht slaan op maatschappelijke waarden en belangen. De onderneming heeft dus ook een zekere plicht tot verantwoording jegens deze andere categorieën belanghebbenden en tegenover het publiek in het algemeen.

Het hele debat over *corporate governance* lijkt intussen vernauwd te worden tot de boekhoudschandalen en de beloningsexcessen. Daar moeten zeker maatregelen tegen in het geweer worden gebracht, waarover verderop in deze bijdrage. Maar zijn die schandalen en excessen niet ook symptomen van verloedering in het ondernemerschap? Zijn die niet mede te wijten aan een teveel aan 'aandeelhouderswaardedenken' en aan de introductie van perverse marktprikkels in het interne management? De ironie wil dat de bestrijding van de symptomen veelvuldig wordt gezocht in versterking van wat ik zie als de oorzaken ervan. Velen willen de relatie van de aandeelhouder tot de vennootschap nog steeds liefst in een eenvoudig principaal-agentschema persen. Ze geloven heilig in zogenaamde aandeelhoudersdemocratie. Daarnaast verbeiden ze de veronderstelde zegeningen van de *market of corporate control*. Deze markt zou, bij uitstek, leiden tot disciplineren van het management, door altijd dreigende overname. Dat belooft, zegt men, waardeschepping. Maar bedoelt men niet veeleer: profijtelijk incasseren van een overnamepremie door de toevallige aandeelhouders van het moment?

We moeten de simpele leuzen en schema's achter ons laten. We moeten ons nodig weer afvragen wat ondernemerschap behelst, waartoe de onderneming dient en welke voorwaarden daartoe bevorderlijk zijn. Laat ik de termen die ik zojuist bezigde, nog even onder de loep nemen. Zij lenen zich namelijk heel goed als slijpsteen voor mijn visie op de onderneming.

* Voorzitter van de Federatie Nederlandse Vakbeweging (FNv).

2 Aandeelhouderswaardedenken

'Aandeelhouderswaarde', zo'n begrip dat het zicht verduistert op wat echt van waarde is. De onderneming is niet primair koopwaar en beleggingsobject, een instrument van kapitaalverschaffers om een zo hoog mogelijk rendement te realiseren. Haar wezensfunctie is die van producent van goederen of diensten. Zij voorziet daarbij in werkgelegenheid, als middel tot inkomensverwerving en tot sociale participatie. Zij genereert collectieve middelen in de vorm van belastingafdrachten. Een pluraliteit van belangen dus, die uitgaat boven privaat rendement voor de aandeelhouder. Het in de onderneming geïnvesteerde vermogen is dus een relatief gebonden doelvermogen, dat niet naar believen door de aandeelhouders kan worden geliquideerd en tot een andere bestemming aangewend. Ja, natuurlijk is de onderneming ook object van investering en belegging van spaartegoeden. We zijn in dat opzicht allemaal, via pensioenfondsen en beleggingsinstellingen, belanghebbenden bij de onderneming als bron van rendement op geïnvesteerd vermogen. En dat schept legitieme aanspraken op invloed, controle en verantwoording. Maar de onderneming moet beschermd worden tegen de zucht naar snelle winst, die het vermogen tot renderend ondernemerschap op lange termijn ondermijnt.

'Aandeelhoudersdemocratie': de term suggereert een plezierige connotatie met het grote goed van de politieke democratie. Het ontleent daaraan de glans van respectabiliteit. Maar laten we het niet mooier voorstellen dan het is. In de kapitaalvennootschap – naamloos of besloten, beursgenoteerd of niet – is de regel dat wie meer kapitaal inbrengt meer te zeggen heeft. In veel vennootschappen, ook beursvennootschappen, hebben een of enkele aandeelhouders een belang dat het hun mogelijk maakt de besluitvorming van de aandeelhoudersvergadering naar hun hand te zetten. Dat heeft niets te maken met democratie. De term 'aandeelhoudersdemocratie' suggereert ook dat de aandeelhoudersvergadering de beleidskoers van de vennootschap en haar onderneming zou moeten bepalen. Dat is een misvatting: de aandeelhoudersvergadering is een verantwoordingsforum, niet een beleidsbepalend orgaan. Het ondernemerschap van de vennootschap berust in de regel niet bij de aandeelhouders, maar bij het bestuur. Het vennootschapsrecht is er juist op ingericht, en dat moet zo blijven, dat het bestuur het beleid bepaalt, de koers uitzet. Het stelsel van *corporate governance* moet het bestuur in staat stellen de productiemiddelen, arbeid en kapitaal, te richten op waardeschepping op lange termijn. Daarin past niet een aandeelhoudersvergadering die bestuur en raad van commissarissen aan het lijntje heeft. Daarin past ook niet dat bestuurders met gouden kettingen worden geketend aan de ontwikkeling van de beurskoers. Zeker, de vennootschap is een speler op de financiële markten, terwille van de voorziening in haar financieringsbehoeften. Maar verhinderd moet worden dat zij degradeert tot instrument, tot speelbal van die markten.

Moet het heil dan verwacht worden van de zogenaamde *market of corporate control*? Het zou ondernemingen opbreken als zij zich in hun gedrag zouden verwijderen van de voorwaarden die de arbeidsmarkt dicteert. Zo heeft natuurlijk ook de effectenmarkt een zekere sturende rol. Ondernemingen kunnen zich, gegeven hun behoefte aan financiering door risicokapitaal, niet veroorloven om met hun rug

naar die markt te staan. Maar de vraag is of de effectenmarkt een betrouwbaar kompas is voor het presteren van de onderneming en voor het alloceren van de zeggenschap over de onderneming. Economisch onderzoek naar fusies en overnames wijst vrij eenduidig uit dat het rendement in de meerderheid van de gevallen dubieus is en dat de operatie zelf soms ronduit destructief uitpakt. Die bevinding zou het geloof in de heilzame werking van de *market of corporate control* moeten temperen. De effectenmarkt neigt ertoe kapitaalopbrengst op korte termijn zwaarder te laten wegen dan waardeschepping op lange termijn. Hij reageert met koersstijgingen op kostenbesparing en afslanking van het personeelsbestand. Maar waardeschepping op lange termijn vergt investeringen in onderzoek en ontwikkeling, in de kwaliteit en loyaliteit van het personeel, in goede arbeidsverhoudingen en in respectering van maatschappelijke waarden en belangen. Echt ondernemerschap dus, geen financiële acrobatiek gericht op het opdrijven van de beurswaarde; en maatschappelijk en sociaal verantwoord ondernemen, hier en in ontwikkelingslanden.

Ik ontken niet dat meer en meer institutionele beleggers daar oog voor krijgen. Maar *grosso modo* is het voor beleggers nog steeds: *easy come, easy go*. Als het zo uitkomt, laten zij zich eerder leiden door het vooruitzicht een onmiddellijke vermogenswinst in de vorm van een overnamepremie te kunnen incasseren, dan door een sociaal-economisch optimale allocatie van productiefactoren. Het stelsel van *corporate governance* moet de onderneming dus niet uitleveren aan de soms perverse krachten van de effectenmarkt. Het moet buffers in zich hebben die het niet vanzelfsprekend maken dat men door een aantrekkelijk overnamebod de zaken van een doelwitonderneming naar de hand kan zetten. De raad van commissarissen volgens het structuurregime is zo'n buffer tussen de aandelenmarkt en het ondernemingsbestuur. Ook beschermingsvoorzieningen zijn daartoe legitiem, mits doelmatig en proportioneel ingericht en toegepast.

Hiermee heb ik de toon gezet voor wat volgt. De lezer weet nu ongeveer wat mij zorgen baart en vanuit welk kritisch perspectief ik kijk naar de Code Tabaksblat en de diverse wetgevingsplannen op het gebied van *corporate governance*.

3 Structuurregime op de schop

Onmiskenbaar hebben zich in de laatste tien, twintig jaar turbulente ontwikkelingen voorgedaan. Ondernemingen en kapitaalmarkten zijn geïnternationaliseerd. Ondernemingen moeten voor de voorziening in hun financieringsbehoeften in toenemende mate concurreren tegen internationale voorwaarden. Institutionele beleggers en *venture funds* zijn een belangrijke rol op die markten gaan spelen. De internationale kapitaalmarkt verlangt allicht waarborgen dat de toevertrouwde middelen deugdelijk worden beheerd en dat het succes van de onderneming wordt weerspiegeld in de opbrengst van investeringen en beleggingen. Het gaat hier om marktkrachten die niet veronachtzaamd kunnen worden. De publieke verantwoording door ondernemingen en het stelsel van *corporate governance* zijn daarom toe aan herijking. Staten en statenverbanden als de EU zijn terwille van het investeringsklimaat genoopt hun effectenwetgeving en effectenmarkt-

regulering in te richten naar de hoogste maatstaven van betrouwbaarheid, transparantie en openbare verantwoording.

Ook de inrichting van het vennootschapsrecht, de besluitvormings- en verantwoordingsrelaties tussen de organen van de vennootschap, kan er niet onbevoerd onder blijven. De SER heeft in dat opzicht de tekenen van de tijd verstaan. Hij adviseerde in 2001 unaniem tot een wijziging van het structuurregime voor grote vennootschappen.¹ De SER hield wél vast aan de idee dat behalve de invloed van de kapitaalverschaffers ook de zeggenschap van de werknemers op enigerlei wijze verankerd moet zijn in de structuur van de vennootschap. Hij noemde die verankering een verworvenheid die moet worden behouden. Maar het structuurregime zoals het er destijds uitzag, plaatste de aandeelhouders op te grote afstand van de leiding van de onderneming. Dat regime combineerde immers vergaande concentratie van macht in handen van de raad van commissarissen met benoeming van commissarissen door coöptatie. Daaraan kleefde een groot legitimiteitstekort, dat in het licht van de ontwikkelingen op de kapitaalmarkten hoe langer hoe meer gaat wringen. Dat vond de SER en zo dacht trouwens de vakbeweging er al ruim tien jaar geleden over.²

Er moest dus verandering in dat stelsel komen. Ik noem slechts de hoofdzaken:

- Voortaan moeten commissarissen worden benoemd door de aandeelhoudersvergadering, zij het op voordracht van de raad van commissarissen en gedeeltelijk indirect op voordracht van de ondernemingsraad.
- De aandeelhoudersvergadering krijgt het recht om de vertrouwenskwestie te stellen, de hele raad van commissarissen heen te zenden.
- Bestuursbesluiten die een belangrijke verandering van de identiteit van de vennootschap of haar onderneming bewerkstelligen, behoeven de goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering.
- Het agenderingsrecht van aandeelhouders voor de algemene vergadering wordt versterkt.

Het SER-advies werd overgenomen in de wet tot aanpassing van de structuurregeling.³ De aangepaste structuurregeling blijft conform het SER-advies uitgaan van de spilfunctie van de raad van commissarissen in het toezichts- en verantwoordingsstelsel van de vennootschap. Dit komt mede tot uitdrukking in het nieuwe voorschrift dat het bestuur jaarlijks aan de raad van commissarissen moet rapporteren over het strategisch beleid, de algemene financiële risico's en het interne beheers- en controlesysteem. De hele wijzigingsoperatie wil recht doen aan de ontwikkelingen op de kapitaalmarkten en in het aandeelhouderschap. De inzet is een versterking van de toezichts- en verantwoordingsstructuur van de vennootschap.

¹ Sociaal-Economische Raad (2001).

² Brief van FNV, CNV en MHP d.d. 27 augustus 1993 aan de toenmalige staatssecretaris van Justitie, waarbij was gevoegd een Notitie over raden van commissarissen in grote ondernemingen.

³ Wet van 9 juli 2004, Stb. 2004, 370, in werking getreden op 1 oktober 2004.

4 Tabaksblad-denken

Ik stel nu vast dat een aanzienlijk deel van de code-Tabaksblad prima bij dat oogmerk aansluit. Ik doel dan met name op de *best practice*-bepalingen over inrichting en functioneren van bestuur en raad van commissarissen en de positie van de accountant. Uitmuntend werk is ook wat daar te lezen valt over waarborging van de onafhankelijkheid van commissarissen en over preventie van belangenverstrengeling tussen de vennootschap en bestuurders of commissarissen. Samen met de voorgestelde aanpassing van de structuurregeling mag men daarvan hopen dat het *old boys network* van commissarissen en bestuurders wordt doorbroken en dat de kwaliteit van het toezicht op een hoger niveau wordt getild. Er is immers meer kritische distantie nodig tussen bestuur en toezicht. Ook binnen de raad van commissarissen zelf moet wat veranderen. Zeker, de raad van commissarissen is een collegiaal orgaan. Maar pas op voor overdreven teamgeest die de dwarsligger en het eigennuttige individu weert. Dan wordt collegialiteit de dood in de pot.

Intussen debiteert de Commissie-Tabaksblad, in de marge van de code, brutale *sweeping statements* over het verplichte structuurregime. Stel het structuurregime niet langer verplicht, is de boodschap aan de wetgever; dat regime verstoort het streven naar versterking van de *checks and balances* in beursgenoteerde ondernemingen, verdraagt zich niet met kritisch en onafhankelijk functioneren van commissarissen en levert de werknemers slechts schijnmedezeggenschap op.⁴ Uit deze suggestie, waarop de wetgever bij de aanpassing van de structuurregeling terecht niet is ingegaan,⁵ spreekt naar mijn mening een geborneerde visie op *corporate governance* en een misvatting van wat medezeggenschap in dit verband behelst. De raad van commissarissen moet natuurlijk niet het forum zijn waarin werknemers vertegenwoordigd zijn, en waarin direct stem wordt gegeven aan hun belangen. Daar hebben ze de ondernemingsraad voor. Die is het brandpunt van de medezeggenschap van werknemers in de onderneming, en dat moet zo blijven. Maar wel moet de ondernemingsraad er vertrouwen in kunnen stellen dat de raad van commissarissen in zijn taakvervulling acht slaat op de kwaliteit van de arbeidsverhoudingen en de werkgelegenheid. De deugdelijkheid van het bestuur van grote ondernemingen is gediend met toezicht door een raad van commissarissen die, toegerust met sterke bevoegdheden, kan opkomen voor het waardescheppende vermogen van de vennootschap op lange termijn. Daartoe is vertrouwen nodig, zowel van de aandeelhouders als van de werknemers. De Commissie-Tabaksblad suggereert een resolute scheiding van de vennootschap – als het domein van de aandeelhouders – en de onderneming, waarin dan – exclusief – de medezeggenschap van werknemers gestalte zou moeten krijgen. Ik ben daar niet voor geporteerd.

Merkwaardig is de uitwerking van de ‘pas-toe-of-leg-uit’-regel. Neem de onafhankelijkheid van commissarissen en het voorkomen van belangenverstrengeling,

⁴ Commissie corporate governance (2003), Verantwoording, paragraaf 55.

⁵ De kabinetsreactie op de code-Tabaksblad (Tweede Kamer, 2003-2004b) doet er het zwijgen toe. In zijn recente nota ‘Modernisering van het ondernemingsrecht’ (Tweede Kamer, 2003-2004c) speculeert de minister van Justitie intussen in bedenkelijk vage termen over inrichting en reikwijdte van het toezichtsregime van ondernemingen.

essentialia van een deugdelijk stelsel van *corporate governance*. Tabaksblat c.s. stellen dienaangaande terecht strenge voorschriften. Niettemin vinden zij goed dat (ook) van deze voorschriften wordt afgeweken, als de aandeelhoudersvergadering daarin maar bewilligt. Ook dan is aan de code voldaan.⁶ De commissie stelt evenwel voorop dat bestuur en raad van commissarissen in hun beleid en toezicht acht moeten slaan op de pluraliteit van belangen die bij de vennootschap en de onderneming betrokken zijn.⁷ Dan is het ongerijmd als toestemming van de aandeelhoudersvergadering volstaat om van zo wezenlijke voorschriften te mogen afwijken. Een partij die het – mogelijk al bij een flink minderheidsbelang – in de aandeelhoudersvergadering voor het zeggen heeft, zou het beleid van de vennootschap geheel naar zijn hand kunnen zetten, met veronachtzaming van de belangen van anderen en van de vennootschap als zodanig. Het is duidelijk dat dit volkomen onrechtmatig zou zijn. Naar mijn mening behoeven waarborging van de onafhankelijkheid van commissarissen en preventie van belangenverstrengeling nadere aandacht van de wetgever.

5 Wat wil de aandeelhouder?

De algemene vergadering van aandeelhouders (ava) moet, volgens een principiebepaling van de code, een zodanige invloed kunnen uitoefenen op het beleid van bestuur en raad van commissarissen, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van *checks and balances* van de vennootschap.

Het is een nogal cryptische bepaling. Zij suggereert dat de ava een substantiële invloed op het ondernemingsbeleid zou moeten en kunnen uitoefenen. Maar de ava is, zeker in een beursgenoteerde vennootschap, geroepen noch gekwalificeerd tot een dergelijke beïnvloeding van het ondernemingsbeleid. De ava is een verantwoordingsorgaan. In die hoedanigheid heeft zij bepaalde bevoegdheden, die met de komende wetwijziging worden versterkt. Maar zelfs in haar hoedanigheid van verantwoordingsforum moeten we ons van de ava niet teveel voorstellen, althans niet van de ava van een beursgenoteerde vennootschap. De Commissie-Winter, de deskundigencommissie die Europees commissaris Bolkestein heeft geadviseerd over het Europese vennootschapsrecht, kwalificeerde de houding van aandeelhouders van een beursvennootschap treffend als ‘rationele apathie’.⁸ De aandeelhouders zijn, door de bank genomen, gewone beleggers, geïnteresseerd in de ontwikkeling van de beurskoers en in het dividend. Zij zijn er helemaal niet op uit controle uit te oefenen op bestuur en raad van commissarissen, laat staan invloed uit te oefenen op de koers van het ondernemingsbeleid. Dat vereist namelijk diepgaande betrokkenheid, analyse van financiële rapportages en prognoses, verkenning en bestudering van economische sectoren en markten. Dat vereist een investering in tijd en expertise die in de regel helemaal niet opweegt tegen het belang van de aandeelhouder en diens tijdhorizon. Het is veel eenvoudiger afstand te houden, te stemmen met de voeten. De notering op de beurs lokt die houding ook uit; het is voor de aandeelhouder *easy come, easy go*.

⁶ Commissie corporate governance (2003), preambule paragraaf 7.

⁷ Idem, paragraaf 3.

⁸ High Level Group of Company Law Experts (2002), paragraaf 3.1.

Men heeft het ook veel te snel over 'het' aandeelhoudersbelang. Maar wie is die aandeelhouder? En wat is diens belang? De aandeelhouder van nu is niet die van morgen. Hij grijpt zijn kans als de beurskoers aan- of verkoop aantrekkelijk maakt: als een overname in de lucht hangt die de koers opdrijft, of juist de angst hem om het hart slaat dat een koersdaling zal doorzetten. Ik betwijfel of dat wezenlijk anders is bij institutionele beleggers. Natuurlijk, zij zijn – al naar gelang de omvang van de pakketten die zij aanhouden – minder beweeglijk. Stemmen met de voeten kan slechts met mate, wil hun marktgedrag zich niet via de beurskoers tegen henzelf keren. Maar zij zijn geen ondernemers, ook geen *venture funds*. Hun rationeel gedrag is: spreiding van risico's, door belegging in een veelvoud van Nederlandse en buitenlandse beursfondsen. Het is ook voor hen onmogelijk om al die beleggingen te monitoren, bij al die ondernemingen de vinger aan de pols van strategie en beleid te leggen. Dat is, ook voor hen, irrationeel uit een oogpunt van kosten en baten. Daar komt bij dat zij al helemaal niet te boek willen staan als *corporate activist*, zoals de VEB van Peter Paul de Vries. Als ze al invloed willen uitoefenen, doen ze dat niet door hun stem publiekelijk te verheffen, maar door informele contacten met het ondernemingsbestuur te benutten. Dat beantwoordt aan de houding van de beursvennootschap zelf. Die koestert haar *investor relations* om de plooiën glad te strijken en besluiten tot belegging te begunstigen.

6 Buffer en waakhond

Mijns inziens betekent dit alles dat de wetgever, in Nederland én in de EU, voor bevordering van deugdelijk bestuur van beursondernemingen geen hooggespannen verwachtingen moet koesteren van de aandeelhouders en de *ava*. De *ava* moet al helemaal niet worden opgetuigd met nog weer meer wettelijke bevoegdheden. Dat zou het paard achter de wagen spannen zijn. Het zou roekeloos spelen zijn met het vermogen van bestuur en raad van commissarissen om zich toe te leggen op waardecreatie op lange termijn. Daartoe is veeleer vereist dat het stelsel van *corporate governance* de aandeelhouders en de financiële markt op voldoende afstand houdt en dat de raad van commissarissen kan fungeren als buffer tussen management en beurs. De raad van commissarissen moet, mede terwille van de belangen van aandeelhouders, toezicht op het bestuur houden.

In de toezichtfunctie moet echter, terwille van renderend ondernemerschap op lange termijn, verantwoording jegens de verschaffers van het risicodragend kapitaal samengaan met erkenning van het recht op medezeggenschap van werknemers, met erkenning van hun belang bij kwaliteit van werk en werkgelegenheid en met respectering van de maatschappelijke waarden en belangen die bij het ondernemen in het geding zijn. Ik zie dus niets in dat heilige geloof van iemand als Bolkestein in zogenaamde 'aandeelhoudersdemocratie', als zou die meer zijn dan een hersenschim. Laten we de regelgeving niet afstemmen op ideologie. De realiteit is dat aandeelhouders het in open vennootschappen veeleer moeten hebben van het *easy come, easy go* dat eigen is aan markten, dan van institutionele bevoegdheden in de vennootschap.

Het is intussen heel belangrijk dat de code-Tabaksblat aan beursgenoteerde ondernemingen regels stelt voor de inrichting en het functioneren van bestuur en toezicht. Het bestuur en de raad van commissarissen moeten zich tegenover de

aandeelhouders en het publiek in het algemeen verantwoord. Die verplichting moet deugdelijk worden verankerd in de wetgeving. Want er is alle aanleiding voor een verscherping van de vennootschappelijke zeden. Als het echter gaat om preventie van boekhoudschandalen, moet het heil niet allereerst worden verwacht van aandeelhoudersactivisme. Veel belangrijker dan dát is de wijziging van het structuurregime, de aanscherping van de wettelijke waarborgen voor onafhankelijke accountantscontrole, en de introductie van publiekrechtelijk toezicht op de jaarverslaggeving van beursvennootschappen. De Autoriteit Financiële Markten gaat meer en meer lijken op de Amerikaanse *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Ik ben te spreken over de desbetreffende wetgeving.

Dat toezicht door een publiekrechtelijke instelling op de jaarverslaggeving, met de bevoegdheid van die instelling om maatregelen op te leggen en rechtsvoorwaarden in te stellen, is eigenlijk al een heel oud idee. In 1927 lanceerde professor mr. W.H. Drucker in *Economisch Statistische Berichten* de idee van een zogenoemde ‘vennootschapskamer’ die met dit toezicht zou moeten worden belast. In de jaren vijftig van de vorige eeuw, toen inmiddels in de VS de SEC was opgericht, waren het vooral de sociaal-democraten die, opnieuw, voor instelling van een dergelijk orgaan in Nederland pleitten. Men spiegelde zich destijds sowieso graag aan de Amerikaanse oplossingen om machtige *corporations* op het rechte pad en in de hand te houden. Dat gold ook voor de antitrustwetgeving. Maar het leidde allemaal tot niets. Nederland bleef tot aan het eind van de eeuw een kartelvriendelijk land en stelde zich tevreden met een civielrechtelijke rechtsgang omtrent de jaarrekening.

7 Bezoldigingskolder

En dan, als laatste onderdeel van deze bijdrage: de bezoldiging van de bestuurders van beursvennootschappen. ‘Remuneratie’ heet het met een lelijk anglicisme, dat intussen wel tekenend is voor de herkomst van de smadelijke ontwikkelingen. Je kunt tegenwoordig de krant niet opslaan, of de misselijkmakende geur van de beloningspraktijken slaat je tegemoet. Sommigen menen, schaapachtig, dat de openbaarmakingsplicht onderdeel van het probleem aan het worden is. Mij stelt het gruwelijk teleur dat er uit de wereld van de topmanagers niet één opstaat die roept dat de keizer geen kleren aan heeft. Al die zo op respectabiliteit gestelde bestuurders verschuilen zich, de één na de ander, achter het vermeende dictaat van de internationale markt van topmanagers en de gepretendeerde objectieve professionaliteit van beloningsadviesbureau’s. Of achter een vergelijking met topvoetballers en *dee-jay*’s. Niemand die expliciet verklaart dat dit niveau van salarissen en bonussen helemaal niets meer te maken heeft met inspanning en prestaties. Zeker, bij de functie van bestuurder van een grote beursgenoteerde onderneming hoort een naar hoogte en structuur passende beloning, nodig om gekwalificeerde en deskundige bestuurders te kunnen aantrekken en behouden.⁹ Ik weiger echter te geloven, dat al die Hollandse jongens – ja, vrijwel uitsluitend jongens – zouden opstappen als ze met minder genoeg moesten nemen. Is het talent alleen te vinden op de markt en alleen beschikbaar door andere ondernemingen te over-

⁹ Commissie corporate government (2003), 11.2.

troeven? Is de eigen onderneming niet nog altijd de beste kweekvijver voor getalenteerde en aan de onderneming loyale opvolgers?

Variabele bestanddelen moeten gekoppeld zijn aan vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen, zegt de code. En: de bezoldigingsstructuur mag de bestuurder niet aanzetten tot het najagen van eigen belang met veronachtzaming van het belang van de vennootschap. Maar is dat alles? Moet het niveau van de vaste beloning niet enigerlei verklaarbare relatie hebben met de salarisstructuur van de onderneming als geheel? Vergt een variabel beloningsbestanddeel alleen maar meetbare en beïnvloedbare doelen, of moet het bereiken van het doel ook herleidbaar zijn tot de individuele prestatie van de bestuurder? Als dat verband met individuele prestatie niet aantoonbaar is, wat rechtvaardigt dan het onthouden van een overeenkomstig beloningsbestanddeel aan de andere werknemers? Hoe reëel is het überhaupt om de aanspraak op een bonus af te meten aan getalenteerde uitkomsten over een zo korte horizon als één boekjaar, of de benoemingstermijn van een bestuurder?

Men heeft het over *alignment* van het belang van de bestuurder met dat van de aandeelhouders. Maar dat loopt steeds weer uit op koppeling van de bonus aan financiële doelstellingen op korte termijn of beloning in de vorm van aandelen of opties op aandelen. Dat legt een misplaatste nadruk op de ontwikkeling van de winst en de beurskoersen, met alle risico's van cijfermatige manipulatie en winststuring via balansposten vandien. Jan Bouwens, hoogleraar accounting op Nijenrode, wees onlangs bovendien op het risico van onderinvestering.¹⁰ Noodzakelijke investeringen, onder andere in onderzoek en ontwikkeling, blijven achterwege. Kostenbesparingen op korte termijn worden doorgevoerd, onder andere op personeel. Zo houdt de bestuurder de winst op niveau of voert hij die tijdens zijn zittingstermijn kunstmatig op. De FNV verkondigt al sinds jaar en dag dat beloning in de vorm van opties op aandelen dubieus, zo al niet pervers is. Als men een vorm van *alignment* met het aandeelhoudersbelang wil, laat het dan zijn door de bestuurder te verplichten uit eigen middelen een bepaald aandelenpakket op te bouwen en dat gedurende de ambtstermijn en tot, zeg, drie jaar na defungeren aan te houden.

Wat rechtvaardigt overigens het toekennen van een bonus wegens het gerealiseerd zijn van een beoogde fusie of overname of de succesvolle verkoop van een bedrijfs onderdeel? Het valt nog te bezien of die fusie of de overname wel meerwaarde oplevert. Het valt nog te bezien of die succesvol verkopende bestuurder zich ook bij de aanwending van de verkoopopbrengst een succesvol ondernemer betoont. Is een hoog, op de omvang van de onderneming en de navenante verantwoordelijkheid toegesneden vast salaris niet gewoon voldoende om je in te spannen voor het realiseren van beleidsdoelen? Van die beleidsdoelen moet trouwens nog maar blijken of de vennootschap er daarmee structureel op vooruitgaat.

Structuur en niveau van de beloning van de bestuurders, en de besluitvorming daarover, zijn geworden tot een belangrijk onderdeel van het stelsel van *corporate*

¹⁰ *Het Financieele Dagblad*, 16 maart 2004.

governance. Men bedoelt daarmee te zeggen, ten eerste, dat niveau en wijze van beloning wezenlijk zijn voor het vermogen van de onderneming om gekwalificeerde bestuurders aan te trekken en vast te houden. Ten tweede zijn zij een prikkel om bestuurders te richten op het realiseren van strategische doelstellingen van de vennootschap. Ten derde vormt de wijze van besluitvorming over de beloning een test op de deugdelijkheid van het stelsel van *corporate governance*: bestuurders en commissarissen behoren geen doorslaggevende invloed te hebben op de omvang en samenstelling van het eigen bezoldigingspakket. Wat betreft de structuur en het niveau van de beloning van bestuurders ben ik, zo bleek hierboven, niet onder de indruk van hetgeen de code-Tabaksblat daarover te zeggen heeft. Als de code op dit punt wordt nageleefd, behoren de meest schandelijke graaipraktijken in de sfeer van optieregelingen, vertrekregelingen, bonussen en leningen inderdaad tot het verleden. Maar verder geeft de code op dit punt blijk van een minimummoraal waaraan met een beetje, niet al te doorzichtig, argumenteren altijd wel een mouw te passen is. De praktijk zoals die zich in de jaarverslagen over 2003 aftekent, laat zien dat de logica zoek is en dat opportunisme hoogtij viert. De beloning van bestuurders van grote ondernemingen heeft vormen aangenomen en niveau's bereikt waarvoor, gemeten aan inhoud en omvang van de arbeidsprestatie of het reputatierisico of wat dies meer zij, geen deugdelijke rechtvaardiging kan bestaan.

8 Shaming, blaming and stripping

Veel komt dus aan op andere correctiemechanismen. Een daarvan is de wijze van besluitvorming.

De code-Tabaksblat verlangt dat het bij de jaarrekening te voegen verslag van de raad van commissarissen de hoofdlijnen van het bezoldigingsbeleid van de vennootschap bevat (principe). Het bezoldigingsbeleid voor het komende boekjaar en de daarop volgende jaren moet ter vaststelling aan de aandeelhoudersvergadering worden voorgelegd. De raad van commissarissen stelt de individuele beloning van bestuurders vast. Welnu, levert dit het vertrouwen op dat de buitensporige beloning van bestuurders zal worden gekeerd en voor de toekomst zal worden voorkomen?

Ik heb er een hard hoofd in. Het is wel degelijk nodig dat de *checks and balances* omtrent de beloning worden aangepast. Het gaat niet aan dat de beloning van bestuurders – zomin als die van commissarissen zelf – een onderonsje is. Een eerste stap is gezet met de twee jaar geleden van kracht geworden Wet openbaarmaking van de bezoldiging van bestuurders en commissarissen. Die wet geldt voor alle vennootschappen die een beroep doen op de openbare kapitaalmarkt.¹¹

Hetgeen Tabaksblat c.s. voorschrijven – uitdrukkelijke fiattering van het algemene beloningsbeleid door de aandeelhoudersvergadering – is een volgende stap. De wet aanpassing structuurregeling heeft dit element wettelijk verankerd voor alle NV's, beursgenoteerd of niet. Het is heel belangrijk dat er op dit punt sprake is van een expliciete verantwoording aan, en bewillinging door de aandeelhoudersvergadering.

¹¹ De FNV vindt dat de reikwijdte van die wet zich moet uitstrekken tot alle rechtspersonen die wegens hun omvang of de maatschappelijke importantie van hun werkzaamheden (zoals bank- en verzekeringswesen) verplicht zijn tot openbaarmaking van een volledige jaarrekening.

Belangrijk is ook dat op aandringen van de FNV bij amendement in dat wetsvoorstel tevens een zekere rol voor de ondernemingsraad is voorzien. Tezelfdertijd dat de raad van commissarissen zijn voorstel voor het algemene bezoldigingsbeleid ter goedkeuring aan de aandeelhoudersvergadering voorlegt, moet het ter kennis van de ondernemingsraad worden gebracht.¹² Die heeft zodoende de mogelijkheid om zijn opinie ter kennis van de ondernemer, dat is de vennootschap, te brengen. Het staat er niet met zoveel woorden, maar het spreekt voor zich dat de vennootschap ervoor moet zorgen dat deze opinie dan tijdig ter kennis van de aandeelhoudersvergadering wordt gebracht, opdat die daarop acht kan slaan bij het al dan niet goedkeuren van het voorstel van de raad van commissarissen. Dat vloeit voort uit de verplichting van de vennootschap – als de ‘ondernemer’ in de zin van de Wet op de ondernemingsraden – om zich redelijk tegenover de ondernemingsraad te gedragen. Ik zou zelfs menen dat bestuur en raad van commissarissen gehouden zijn de ondernemingsraad die daarom verzoekt, gelegenheid te bieden om zijn standpunt zelf ten overstaan van de aandeelhoudersvergadering toe te lichten.

Maar daarmee zijn we er niet. Het is mooi, maar niet voldoende als verdere stijgingen in de bestuurdersbeloning worden afgewezen en dat de stapeling van beloningsvormen wordt gereduceerd en gerationaliseerd. De test zal zijn of het nominale en gecumuleerde niveau van beloning een neerwaartse trend laat zien. Naar mijn stellige overtuiging is daartoe een duidelijke stellingname van overheidsweg onmisbaar. In zijn reactie op de code en aanbevelingen van de Commissie-Tabaksblat verkondigde het kabinet dat:

‘..het niet aan het kabinet (is) om een oordeel te vellen over de hoogte van de bezoldiging in de private sector. Voor de overheid is niet zozeer de hoogte van belang, maar de vraag of de bezoldiging op een evenwichtige wijze tot stand komt.’¹³

Ik heb geen vrede met deze, mijns inziens gemakzuchtige en ontwijkende stellingname. Het absurde niveau van de beloning en de absurde stapeling van beloningsvormen wijzen evident uit dat het evenwicht zoek is. Het is in het licht van de structuur van het aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen lichtzinnig om te veronderstellen dat introductie van de eis van fiattering van het beloningsbeleid door de aandeelhoudersvergadering tot een omslag zal leiden. De enige concrete maatregel die het kabinet aankondigt is afschaffing van het keuzeregime voor de belastbaarheid van opties in de loonbelasting.

Voortaan zal altijd het werkelijk behaalde voordeel in de loonbelasting worden betrokken. Daarmee lost het kabinet zijn toezegging, vervat in zijn Hoofdlid- enakkoord, van fiscale maatregelen tegen extreme bestuurdersbeloningen niet in. Het kabinet geeft voorshands niet blijk van meer maatschappelijk waarde- en maatgevoel dan ondernemingen en ondernemersorganisaties ten toon spreiden. Mijn eigen gedachten gaan uit naar een generieke maatregel in de inkomstenbelasting die ertoe strekt het excedent inkomen boven een zeker niveau – zeg: 300.000 euro – aanzienlijk zwaarder te belasten. Daarnaast verdient overweging

¹² Ook deze verplichting zou moeten gelden voor alle in noot 11 bedoelde rechtspersonen.

¹³ Tweede Kamer (2003-2004b).

een maatregel in de vennootschapsbelasting die behelst dat de gecumuleerde beloning van bestuurders voor zover die boven datzelfde bedrag uitgaat, niet meer als kosten aftrekbaar is van de vennootschappelijke winst.

Och ja, dan hebben we ook nog het plan van minister De Geus van szw om in de Wet op de ondernemingsraden voor te schrijven dat ondernemingen met ten minste 100 werknemers aan de ondernemingsraad inzicht moeten geven in de beloningsverhoudingen.¹⁴ Prima plan, daar niet van. Het komt, ten dele, tegemoet aan een wens van de FNV en aan een wetgevingsinitiatief van GroenLinks. Maar voor het beloningsbeleid van beursgenoteerde ondernemingen zet het voorstel geen zoden aan de dijk. Het merendeel van de spraakmakende beursgenoteerde vennootschappen zijn internationale holdings die hun Nederlandse activiteiten in Nederlandse subholdings hebben ondergebracht. De beloning van de bestuurders van die holdings valt buiten de reikwijdte van de Wet op de ondernemingsraden.

LITERATUUR

- Commissie corporate governance (2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: Ministerie van Financiën (rapport Commissie-Tabaksblad; als bijlage I opgenomen in deze bundel)
- High Level Group of Company Law Experts (2002), *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels: European Commission
- Sociaal-Economische Raad (2001), *Het functioneren en de toekomst van de structuurbepaling*, Advies 2001/02, Den Haag: SER
- Tweede Kamer (2003-2004a), *Voorstel van de leden Vendrik en Rosenmöller tot wijziging van de Wet op de ondernemingsraden in verband met het verschaffen van openbaarheid over de hoogte van inkomens van topkader, bestuurders en toezichthouders van ondernemingen (Wet openbaarheid topinkomens)*. *Brief van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid*, 28 163, nr. 14
- Tweede Kamer (2003-2004b), *Nederlandse corporate governance code (Tabaksblad-code)*. *Brief van de ministers van Financiën, van Justitie en van Economische Zaken*, 29 449, nr. 1 (als bijlage II opgenomen in deze bundel)
- Tweede Kamer (2003-2004c), *Modernisering van het ondernemingsrecht*. *Nota*, 29 752, nr. 2
- Tweede Kamer (2003-2004d), *Wet houdende bepalingen over de medezeggenschap van werknemers (Wet medezeggenschap werknemers)*. *Voorstel van wet*, 29 818, nr. 2

¹⁴ Tweede Kamer, (2003-2004a). Dit voornemen is uitgewerkt in artikel 6.6 van het voorstel van Wet medezeggenschap werknemers, Tweede Kamer (2003-2004d).

Amerikaanse mythen en Europese kansen

Het einde van het Amerikaanse ondernemingsmodel

D.J.A. Kalff*

1. Inleiding

Alle grote Europese beursgenoteerde ondernemingen hebben het Amerikaanse ondernemingsmodel omarmd. Dat geldt zelfs voor ondernemingen met een rijke geschiedenis en diepe Europese wortels, zoals Shell, DaimlerBenz en Vivendi.

Het Amerikaanse model is zo populair omdat de uitgangspunten ervan zeer aansprekend zijn. Wie zou zich willen keren tegen eerlijke concurrentie, tegen duidelijke doelen, tegen persoonlijke verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid, of tegen beloning naar prestatie? Bovendien wordt het model geassocieerd met de gouden jaren negentig, die de langste economische opleving aller tijden kende, gevoed door ongekende productiviteitsstijgingen.

De werkelijkheid is anders. Deze wijze van ondernemen vormt in toenemende mate een economische last. Dat heeft niet te maken met de schandalen die de laatste jaren de krantenkoppen beheersen, controverses over tekortschietend toezicht, ondernemingen die zich onvoldoende rekenschap geven van de maatschappelijke gevolgen van hun handelen, of *CEO's* (*Chief Executive Officers*) die te veel verdienen of zich anderszins onfatsoenlijk gedragen. Dit zijn problemen waarvoor in het bijzonder de Europese verdedigers van het Amerikaanse model oplossingen zullen weten te vinden. Toezicht wordt degelijker, salarisstijgingen worden gematigd en deelname aan congressen over bedrijfsethiek wordt aangehouden.

Het werkelijke probleem schuilt in de basiskenmerken van grote ondernemingen die op Amerikaanse leest zijn geschoeid. In het doel van de onderneming, in het toezicht, in de wijze van besturen, in de organisatievorm en in de daarbij aansluitende ondernemingscultuur. De Amerikaanse wijze van ondernemen leidt ertoe dat op grote schaal economische waarde wordt vernietigd. De aandeelhouders, de werknemers en de gemeenschap betalen de rekening. Verandering is onmogelijk. Amerikaanse aandeelhouders, strategieadviseurs, financiële analisten, juridische adviseurs, kredietbeoordelaars en journalisten hebben rond aan de beurs genoteerde ondernemingen een web van verwachtingen gesponnen waaraan niet te ontsnappen valt.

Ook de diepe maatschappelijke, politieke en juridische verankering van het

* Voormalig lid van de Groepsraad van de KLM en voordien werkzaam bij de Koninklijke/Shell Groep. Thans is hij ondernemer in de biotechnologiesector, adviseur en visiting professor aan de Leiden University School of Management. Deze bijdrage maakt vooral gebruik van Kalff (2004).

Amerikaanse ondernemingsmodel speelt een rol. Het feit dat schandalen aan het licht komen en dat vervolgens maatregelen worden getroffen wordt gezien als een bewijs van de onderliggende kracht van het Amerikaanse systeem. Onderzoek van de fundamenteën blijkt onmogelijk, met alle risico's van dien in een snel veranderende wereld.

In het navolgende worden de doelen, de structuur en cultuur beschreven van ondernemingen die het Amerikaanse ondernemingsmodel hebben omarmd. De prestaties van deze ondernemingen wordt onderzocht, inclusief een aantal onbedoelde gevolgen en niet in kaart gebrachte kosten. Vervolgens wordt gewezen op de grote flexibiliteit van Europese ondernemingen in de keuze van ondernemingsmodellen, afhankelijk van de financiële positie van de onderneming, maar toegesneden op de aard en concurrentiepositie van die onderneming. In deze modellen staat de creatie van economische waarde centraal, de enige rationele maat om de prestaties van ondernemingen te beoordelen. Tenslotte wordt een aantal concrete suggesties gedaan om de afhankelijkheid van ondernemingen van de beurs te verminderen en zo de druk om het Amerikaanse model toe te passen te omzeilen en om inzicht in en verspreiding van, de beste Europese ondernemingsmodellen te stimuleren.

2 Een aansprekend model

Zoals in de inleiding werd aangegeven, zijn op het eerste gezicht de grondslagen van het Amerikaanse ondernemingsmodel zeer aantrekkelijk.

De doelen

Goed functionerende kapitaalmarkten worden verondersteld te zorgen voor de juiste, dat wil zeggen meest productieve, allocatie van beschikbare middelen. In een wereld gebaseerd op dit axioma hangt de toekomst van een onderneming in de eerste plaats af van toegang tot kapitaalmarkten tegen zo laag mogelijke, maar in ieder geval concurrerende kosten. Een bedrijf heeft daarom belang bij, en streeft naar, een hoge aandelenkoers. Hoe hoger de prijs van het aandeel, hoe lager het aantal nieuwe aandelen dat moet worden uitgegeven om een gewenste kapitaaluitbreiding te realiseren, en daarmee hoe lager het totale dividend dat in de toekomst moet worden uitgekeerd. Verder is de koers bepalend voor de rol die de onderneming kan spelen bij herstructureringen die in de meeste bedrijfstakken aan de orde van de dag zijn. Hoe hoger de koers, hoe steviger de bescherming tegen vijandige overnames en hoe makkelijker concurrenten overgenomen kunnen worden.

Het is in deze opvatting niet alleen economisch, maar ook moreel juist dat een onderneming ernaar streeft de aandeelhouderswaarde zo hoog mogelijk op te voeren. Alleen de aandeelhouder loopt immers risico; zijn investering rendeert al dan niet naar behoren en in geval van een bankroet kan hij alles verspelen. Andere betrokkenen genieten een hoge mate van bescherming. Managers en medewerkers ontvangen salarissen, leveranciers worden betaald, klanten kunnen op elk moment hun klandizie opzeggen, en de overheid heft belastingen.

In de derde plaats is er ook een praktische reden om het creëren van aandeelhouderswaarde centraal te stellen. Velen delen de opvatting dat onderzoek heeft

uitgewezen dat de keuze voor deze heldere en eenduidige doelstelling de beste manier is om ook de belangen van alle andere bij de onderneming betrokken partijen veilig te stellen (werknemers, leveranciers, klanten en de gemeenschap waarbinnen de onderneming opereert).

Ook over de wijze waarop deze doelstelling kan worden gerealiseerd bestaat consensus. Ondernemingen, daarin gesteund door de financiële wereld en de media, nemen aan dat de beurzen hen zullen belonen voor een voortdurende, en uiteraard zo groot mogelijke stijging van de winst per aandeel. De sleutels tot winst per aandeel zijn marktaandeel (hoe hoger het marktaandeel hoe meer invloed op het prijsniveau in die markt) en het verhogen van de productiviteit. Een groot marktaandeel impliceert hogere volumina met uiteraard positieve gevolgen voor de productie- en verkoopkosten per eenheid. Productiviteitsverbeteringen leiden per definitie tot lagere kosten per eenheid. Hogere verkoopopbrengsten en lagere kosten, dat wil zeggen oplopende marges, worden voor een deel benut om hogere winsten te rapporteren. Oplopende marges maken ook een agressief prijsbeleid mogelijk waardoor het marktaandeel kan worden opgevoerd, binnen de beperking dat het toegenomen volume het verlies van de marge per eenheid product (als gevolg van de prijsverlagingen) meer dan compenseert. Tenslotte stelt de groeiende totale bruto marge ondernemers in staat te investeren in verdere productiviteitsverbeteringen en een opwaartse spiraal is ingezet.

De structuur

Het Amerikaanse model wordt gekenmerkt door een transparante ondernemingsstructuur. De aandeelhouders zijn uit de aard van de zaak de eigenaren van de onderneming. Leiderschap is verankerd in een sterke en onafhankelijke *CEO*. In 70 procent van de Amerikaanse ondernemingen zijn de voorzitter van de onderneming, belast met het toezicht, en de manager, die verantwoordelijkheid draagt voor de dagelijkse leiding van de onderneming, in één persoon verenigd. Deze keus staat garant voor snelheid van handelen en voor consistentie van beleid. Alleen individuen kunnen een vertrouwensrelatie met hun aandeelhouders opbouwen. Alleen individuele managers kunnen aangesproken worden op de wijze waarop ze gebruik hebben gemaakt van het mandaat van hun aandeelhouders. Alleen leiders kunnen medewerkers inspireren.

Verder moeten ondernemingen zo dicht mogelijk opereren bij de markten die ze bedienen. De ondernemingsactiviteiten moeten dus worden opgedeeld in divisies, divisies in kleinere bedrijfseenheden, bedrijfseenheden in zogenaamde product-marktcombinaties. Managers moeten over voldoende bevoegdheden beschikken om te anticiperen en te reageren op specifieke en voortdurend wijzigende wensen van hun klanten en op steeds agressievere acties van hun concurrenten.

Als gevolg van deze vergaande decentralisatie dienen, mede om de verantwoording aan de aandeelhouders te vergemakkelijken, op alle niveaus duidelijke financiële doelen te worden gesteld en dient voortgang bij de realisatie van die doelstellingen nauwgezet te worden gecontroleerd. Managers van bedrijfseenheden zijn ondernemers en in die capaciteit verantwoordelijk voor het bereiken van de gestelde doelen. Het is niet meer dan redelijk dat hun beloning daar voor een belangrijk deel van afhangt en dat ondermaatse prestaties gevolgen hebben.

De cultuur

Behalve duidelijke doelen en een kenmerkende structuur vertoont het Amerikaanse ondernemingsmodel ook culturele trekken die velen aanspreken. Amerikaanse ondernemers getroosten zich grote moeite de activiteiten van alle managers en medewerkers in alle geledingen te richten op het ondernemingsdoel: het vergroten van de aandeelhouderswaarde. Tegelijkertijd wordt ook binnen de onderneming concurrentie gezien als het beste ordenende beginsel om goede en dus schaarse medewerkers en het beschikbare kapitaal toe te wijzen. En verder geldt voor managers en medewerkers dat alles draait om het winnen met de grootst mogelijke marge. In het belang van de overwinning is alles geoorloofd wat wettelijk is toegestaan en contractueel niet uitgesloten. Antagonisme prikkelt creativiteit. Alleen zo kunnen in turbulente tijden grote sprongen voorwaarts worden gemaakt.¹

3 De resultaten

Gezien de aantrekkelijkheid van de uitgangspunten en de snelle verspreiding van het Amerikaanse ondernemingsmodel is het verrassend dat zelfs onder zeer gunstige omstandigheden, de glorievolle jaren negentig toen de Amerikaanse economie met 4 procent per jaar groeide, de resultaten van grote Amerikaanse ondernemingen zeer te wensen overlieten.

Productiviteit

Amerikaanse ondernemingen vormden in de jaren negentig de voorhoede van een technologische revolutie die vergelijkbaar was met de introductie van de stoommachine of van elektriciteit. Maar ondanks 1 miljoen MBA's (*Masters of Business Administration*) en de meest geavanceerde ICT-dienstverlening ter wereld leidde dat slechts in 6 van de 59 Amerikaanse bedrijfstakken tot een hogere dan trendmatige productiviteitsgroei.²

De hoogste groei werd gerealiseerd in de sectoren detailhandel en groothandel. Uiteraard is het in een oplopende conjunctuur met stijgende omzetten makkelijker productiviteitsverbeteringen te realiseren. Verder is dit beeld in positieve zin vertekend doordat de dienstverlening bij de verkoop van consumentenproducten sterk is teruggelopen. De consument moet nu zelf producten vergelijken die het beste bij zijn behoeften aansluiten en moet zelf het optimale gebruik van het product achterhalen, aanvullende diensten waarvoor vroeger verkoopstaf beschikbaar was. Deze vorm van bezuinigingen voor ondernemingen voegt geen economische waarde toe. Met verkoop samenhangende activiteiten zijn simpelweg overgeheveld naar de consument.

Uiteraard leidden investeringen in nieuwe machines en apparatuur tot hogere productiviteit. Interessanter is de zogenaamde 'multifactor'-productiviteit, het resultaat van onder andere verbetering van het management en de organisatie, integratie van ICT in de bedrijfsvoering en training. Op dit belangrijke terrein hebben grote Amerikaanse ondernemingen gedurende de jaren negentig slechts in

¹ Kalff (2004), 31/33.

² McKinsey & Company (2001).

bescheiden mate en volgens sommige onderzoekers geen enkele vooruitgang geboekt.³

Winst per aandeel

Illustratief is dat de winst per aandeel van de grootste 500 Amerikaanse ondernemingen van 1997 tot 1999, op het hoogtepunt van de conjunctuurcyclus, niet meer steeg.⁴ Dit is opmerkelijk, omdat in die periode ondernemingen, kennelijk onmachtig om aantrekkelijke investeringen te identificeren, gebruik maakten van de lage rente en de fiscaal vriendelijke behandeling van rentekosten, om op grote schaal aandelen in te kopen. Dit had bij gelijkblijvende winsten moeten leiden tot een stijging van de winst per aandeel.

Dit beeld verslechtert nog aanmerkelijk nu de gerapporteerde winsten met terugwerkende kracht moeten worden gecorrigeerd. Het opnemen van de kosten van de optieprogramma's leidt alleen al tot een neerwaartse bijstelling van 15 tot 30 procent.⁵ Voor technologiebedrijven zoals Microsoft loopt dit percentage op tot 80. Het aantal ondernemingen binnen de groep van 500 dat de winsten van hun pensioenfondsen in hun cijfers opnam steeg van 70 in 1997 tot 155 in 2000, hetgeen de gerapporteerde winst met 12 procent opvoerde.⁶ Veel ondernemingen namen ten onrechte geen voorzieningen op voor verplichtingen aan hun pensioenfonds, voor uitgestelde beloningen van hun topmanagement, of voor contractueel overeengekomen kosten van ziektekostenverzekeringen voor hun gepensioneerden. Er blijken miljarden nodig te zijn om investeerders die in de jaren negentig onvoldoende zijn geïnformeerd over hun beleggingen tevreden te stellen (Citigroup alleen heeft al 4,5 mld dollar voor dit doel moeten reserveren). Tenslotte zal het nog vele jaren duren voor duidelijk wordt in welke mate de wijd verbreide criminele activiteiten van Amerikaanse managers de gerapporteerde winsten hebben opgevoerd.

Economische waarde

Als niet winst per aandeel maar economische waarde als leidraad wordt genomen, zijn de prestaties van Amerikaanse ondernemingen nog veel slechter. Economische waarde is niets meer en niets minder dan de netto contante waarde van de toekomstige vrije kasstromen van de onderneming, dat wil zeggen het surplus dat resteert als van de inkomsten alle uitgaven worden afgetrokken inclusief de financieringskosten (rente op leningen en dividend voor aandeelhouders) van de onderneming.

Deze maat dwingt tot toekomstgerichtheid, maakt het mogelijk te zien waar waarde wordt gecreëerd en waar vernietigd, en vooruitgang is eenvoudig vast te stellen. Oriëntatie op winst kent geen van deze voordelen. Economische waarde is bedrijfseconomisch gezien de superieure maat der dingen, maar de ondernemingen die met hulp van dit roer sturen vormen de minderheid.

In een Angelsaksische omgeving waarin de aandeelhouder als enige recht

³ Gordon (2000).

⁴ De Haas (2001).

⁵ Pickford (2002).

⁶ Morgenson (2002).

heeft op dit surplus is economische waarde synoniem met aandeelhouderswaarde. Vervolgens hebben aandeelhouders, beurshandelaren, bankiers en managers stilaan het begrip aandeelhouderswaarde vervangen door aandeelhoudersrendement: de som van de koersstijging van het aandeel plus de uitgekeerde dividenden, gemeten over een bepaalde periode.

Langs een aantal wegen leidt concentratie op aandeelhoudersrendement in combinatie met andere kenmerken van het Amerikaanse ondernemingsmodel tot aantasting van toekomstige netto kasstromen en dus tot vernietiging van economische waarde.

In de praktijk blijkt de aandeelhouder in geen enkel opzicht vergelijkbaar te zijn met de ondernemer in wiens voetsporen hij zou zijn getreden. Aandeelhouders zijn vooral geïnteresseerd in zo laag mogelijke en vooral beheersbare risico's. Spreiding van risico's binnen aandelenportefeuilles en de duizelingwekkende groei van derivatenmarkten om risico's af te dekken moeten mede in dit licht worden gezien. Uiteraard neemt het risico ook af door de periode waarover de onderneming geacht wordt vooruitgang te boeken zo kort mogelijk te houden. Verder door de nadruk te leggen op kostenbesparingen die meer zekerheid bieden dan stappen om de omzet en de marges te verhogen. Deze opstelling vertaalt zich ook in zeer hoge rendementseisen voor nieuwe investeringen. Het mijden van risico leidt tot vermindering van het aantal commerciële initiatieven en investeringen, stappen die bij uitstek toekomstige kasstromen structureel kunnen opvoeren.

Aandeelhouders stellen verder hun belangen veilig door de *CEO* in een keurslijf te persen. De gemiddelde Amerikaanse *CEO* wordt gecontracteerd voor een periode die de drie jaar zelden te boven gaat; zijn beloning is voor tweederde op een of andere manier gekoppeld aan het aandeelhoudersrendement.⁷ Op deze wijze wordt, in het belang van de aandeelhouders, zijn repertoire aan mogelijke initiatieven om de ondernemingsprestaties te verbeteren aanmerkelijk ingeperkt. Alleen inkoop van eigen aandelen, fusies en overnames, en kostenbesparingen kunnen op de korte termijn de aandelenkoers sterk opvoeren.

Maar inkoop van eigen aandelen heeft niets van doen met het creëren van economische waarde. Zoals al geconstateerd, demonstreert dit op niet mis te verstane wijze dat de onderneming geen levensvatbare plannen heeft. Overigens komt de solvabiliteit van de onderneming vroeger of later in het geding. Er is verder veel empirisch bewijs dat overnames waarde vernietigen. Niet alleen de waarde van de aandelen van de overnemende onderneming neemt sterk af, tevens wordt de productiviteitsgroei van het gefuseerde bedrijf afgeremd, de groei van het marktaandeel neemt af en de uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling alsmede de geboekte onderzoeksresultaten worden negatief beïnvloed. Kostenbesparingen, saneringen van het personeelsbestand en het uitbesteden van werk komen in een ander licht te staan als de vernietiging van sociaal kapitaal, informele netwerken van deskundige en ervaren medewerkers, die vooral op termijn economisch renderen, in ogenschouw wordt genomen. In alle gevallen wordt afbreuk gedaan aan toekomstige kasstromen.

Nog belangrijker en schadelijker is dat waardecreatie door middel van interne

⁷ Towers Perrin (2001).

groei en het aangaan en uitbouwen van allianties, programma's die nu eenmaal tijd en aandacht vergen, op het tweede plan komen. Waar veel ondernemingen de grenzen van interne optimalisatie hebben bereikt zou veel meer nadruk moeten vallen op samenwerking met derden.

Onbedoelde nevengevolgen

De aandelenkoers is sterk afhankelijk van de liquiditeit van het aandeel, terwijl de liquiditeit een functie is van de aandacht die het aandeel geniet van de financiële analisten en de media. In tegenstelling tot wat wordt gepretendeerd hebben ondernemingen geen belang bij het dienen van trouwe aandeelhouders. Ze hebben belang bij volatilititeit, ook omdat op die manier handel in opties op aandelen tot stand komt, wat het aandeel weer beter verhandelbaar maakt. Ondernemingsinitiatieven die de handel stimuleren vergen zeer veel managementtijd en financiële middelen die de toekomstige kasstromen niet ten goede komen.

Om de aandacht van de financiële analisten en de media vast te houden en zo de aandeelhouders te bereiken kunnen winstdoelstellingen niet anders dan uiterst ambitieus zijn. Weinigen voorzien wat een constante winstgroei per aandeel betekent in termen van uitbreiding van winstgevendende activiteiten en de financiële, bestuurlijke en organisatorische voorzieningen die daarvoor getroffen moeten worden. Een constante stijging van de winst impliceert uiteraard een exponentiële absolute groei.

Met deze onrealistische doelen als vertrekpunt ontwikkelen Amerikaanse en Europese beursgenoteerde ondernemingen een cascade van doelstellingen vanaf de top tot op het laagste echelon. Voor iedere doelstelling wordt de persoonlijke aansprakelijkheid vastgesteld en wordt de beloning gekoppeld aan het behalen van de doelstelling. Door sterk opgevoerde beloningen en beloningsverschillen, en een aanzienlijke toename van het variabele deel van de beloningspakketten is het voor alle leden van de organisatie van het grootse belang een beperkt aantal, niet al te ambitieuze, kwantificeerbare en onderling consistente doelstellingen met hun bovengeschatte overeen te komen. Verder moeten de middelen en de bevoegdheden om de doelstellingen te realiseren worden veiliggesteld. Ondernemingsplanning valt zo ten offer aan persoonlijke belangenbehartiging en de gevechten om de middelen en de posities krijgen een nieuwe dimensie. Niemand kan zelfs maar schatten wat deze structurele vorm van *office politics* kost.

Samenwerking loopt grote averij op. Doelstellingen waarvan de realisatie afhangt van de medewerking van collega's worden gemeden. Omgekeerd hangt teveel af van het bereiken van individuele doelstellingen om nog een helpende hand toe te steken. Het meest perverse effect is dat in een toenemend aantal gevallen meer gewonnen kan worden door intern in plaats van extern strijd te leveren. Bedrijfseenheden kunnen bijvoorbeeld hun prestaties vaak makkelijker opvoeren door de prijs voor interne levering aan te passen dan door de markt een prijsverhoging op te dringen. Vermindering van toegewezen investeringen ten koste van andere bedrijfseenheden doet ook wonderen voor de gerapporteerde winst.

Concentratie op een beperkt aantal doelstellingen vertekent de werkelijkheid en daarmee de besluitvorming. Alleen wat gemeten en vergeleken kan worden binnen de onderneming of in relatie tot de concurrentie (de zogenaamde *bench-*

marking), is nastrevenswaard. Beslissingen worden genomen om kengetallen waarvoor cijfers beschikbaar zijn te optimaliseren. Moeilijk te kwantificeren maar waardevolle doelen blijven buiten beschouwing, in de meeste gevallen zonder enige belangstelling voor, en zeker zonder enig zicht op, de economische waarde die en passant wordt vernietigd.

Tenslotte speelt de ideologische basis van het Amerikaanse ondernemingsmodel een grote en negatieve rol. Als managers diep geloven in aandeelhoudersrendement en marktwerking, ligt het voor de hand dat de positie van niet-gelovigen moet worden ondergraven en dat bij het aannemen van nieuwe toekomstige managers ideologische betrouwbaarheid een factor wordt. Zo verschaalt het debat over de aard van en de oplossingen voor de problemen en kansen waar de onderneming mee wordt geconfronteerd. Formele toetsing van beslissingen door verschillende afdelingen helpt weinig als het denken gelijk is geschakeld.

De beurskoers wordt zo onder andere de afspiegeling van de zuiverheid van de ondernemingsdoelstellingen en van de conformiteit van toezicht, bestuur en organisatie van de onderneming met het Amerikaanse ondernemingsmodel. Elke afwijking van dit model wordt afgestraft. Het gevolg is dat de ban niet gebroken kan worden en dat de resultaten van dit type ondernemingen blijvend te kort zullen schieten.

Samengevat: de meest voor de hand liggende initiatieven om de winst per aandeel op te voeren en een scala aan onbedoelde nevengevolgen gaan ten koste van toekomstige kasstromen en vertegenwoordigen niet gerapporteerde maar daarom niet minder reële economische schade.

CEO's van beursgenoteerde ondernemingen zijn het slachtoffer van eigen ambities en hooggespannen verwachtingen van medewerkers, de media en de financiële markten. Het zegt veel over de professionaliteit van direct betrokkenen dat velen bereid blijken economische waarde op te offeren om een boekhoudkundig kengetal als winst per aandeel op te voeren.

4 Europese ondernemingsmodellen

Vanuit het gezichtspunt van kapitaalvoorziening geniet Europa een structureel voordeel, omdat Europese ondernemingen maar voor 25 procent van hun kapitaalbehoefte van aandelenbeurzen afhankelijk zijn. In de vs is dit 75 procent.

Dit stelt de meerderheid van de Europese ondernemingen in staat te ontsnappen aan de aanzienlijke nadelen van de beursnotering. De vs en Europa kennen beiden een rijk geschakeerd palet van ondernemingsmodellen: eenmanszaken, coöperaties en familiebedrijven in vele verschijningsvormen. Maar anders dan in Europa is in de vs een beursnotering de sleutel tot ontwikkeling van de onderneming, niet alleen financieel maar ook commercieel. Notering vormt het signaal naar de buitenwereld dat het bedrijf levensvatbaar is. En ook cultureel: notering is de bevestiging van de kwaliteiten van de ondernemer en een bron van respect.

In plaats van duur kapitaal aan te trekken op de beurs tegen meer en meer gecompliceerde standaardvoorwaarden, opereert de meerderheid van de Europese ondernemingen op een geavanceerde markt waarop de hoeveelheid ter beschikking te stellen kapitaal, de duur van de beschikbaarstelling, de daaraan verbonden risico's en kosten, ondersteuning van de onderneming door de financiers, zeggenschap, toezicht, bestuur en ondernemingsstrategie in samenhang verhandeld

worden. Partijen (financiers, banken en ondernemers) creëren zo voor ieder bedrijf een op maat gesneden en daardoor sterk concurrerend model, dat bij verbetering en verslechtering van de positie van de onderneming gemakkelijk kan worden aangepast. Waar in brede kring het Amerikaanse ondernemingsmodel ondanks de schandalen en vele evidente tekortkomingen niet ter discussie staat, koestert Europa een veelvoud aan succesvolle ondernemingsmodellen en een grote mate van flexibiliteit.

De intensieve betrokkenheid van deskundige investeerders in plaats van aandeelhouders, wier verplichtingen niet verder reiken dan de volgende beursdag (en die van slecht presterende financiële analisten afhankelijk zijn om zich een beeld van de onderneming te vormen) heeft vele voordelen. Onder andere wordt controle op basis van verplicht te publiceren historische gegevens vervangen door toezicht op basis van inzicht in de toekomstplannen van de onderneming. Openbaarheid levert schijnzekerheid op. Investeerders die gerechtvaardigde belangen te verdedigen hebben, fungeren als onbezoldigde accountants, en vervullen zo, op een efficiënte en effectieve wijze, een belangrijke maatschappelijke functie.

Dit alles helpt verklaren waarom Europese ondernemingen in de gouden jaren negentig veel winstgevender waren dan Amerikaanse, veel minder hoefden af te schrijven en hun productiviteit in dezelfde mate verhoogden. Dit alles ondanks onvoltooide Europese markten voor diensten en arbeid, een veelvoud aan juridische stelsels en talen, aanmerkelijke cultuurverschillen, rigide arbeidsmarkten, de last van de verzorgingsstaat en een structureel lager niveau van onderzoek en ontwikkeling.

Studie na studie toont aan dat familiebedrijven en coöperaties aan het einde van de jaren negentig veel minder kwetsbaar bleken toen de recessie zich aankondigde. Studie na studie toont ook aan dat het rendement op onderhands risicodragend kapitaal (*private equity*) op de middellange termijn vele procentpunten hoger ligt dan op aandelen. Op enigerlei wijze gespecialiseerde investeringshuizen trekken geld aan van pensioenfondsen en vermogende particulieren en investeren in ondernemingen waarvan de economische waarde opgevoerd kan worden. Overeenstemming tussen deze huizen en het management over toezicht, bestuur, strategie en organisatie slaan neer in de juridische vormgeving van de onderneming, de aandeelhoudersovereenkomst en de ondernemingsstatuten. Belangen van financiers, management en medewerkers lopen parallel omdat alleen waardecreatie garant staat voor rentabiliteit en continuïteit. De komende jaren raken Europese financiële markten meer en meer geïntegreerd. Europese banken en de Europese Investeringsbank worden actiever bij het verstrekken van risicodragend kapitaal aan private ondernemingen. Pensioenfondsen zoeken naar wegen om hun rendementen op te voeren en *private equity* verschaft aantrekkelijke mogelijkheden. Als gevolg hiervan zal de concurrentie tussen investeringshuizen toenemen en meer kapitaal tegen gunstiger voorwaarden beschikbaar komen. Waar in het verleden investeringshuizen van aandelenmarkten afhankelijk waren voor een beursgang om de door de onderneming geboekte vooruitgang te verzilveren, groeit een onderhandse markt van aandelenpakketten van ondernemingen. Het ziet ernaar uit dat een verdiepte en verbrede vorm van financiële marktwerking vele Europese ondernemingen de met een beursnotering gemoei-

de groeiende regelgeving en het Amerikaanse ondernemingsmodel zal besparen, met alle positieve gevolgen van dien voor de concurrentiepositie van Europa.

5 De overheid en het bestuur van ondernemingen

De recent in Nederland geïntroduceerde wetgeving ten aanzien van toezicht en bestuur van beursgenoteerde ondernemingen is op vele punten ten slachtoffer gevallen aan de gevoelde noodzaak de positie van de aandeelhouders te versterken. Uit het bovenstaande blijkt dat daarmee ondernemingen en de economie geen enkele dienst wordt bewezen.

Europese overheden en toezichthouders zouden hun aandacht moeten verleggen van het bestrijden van de uitwassen in het handelen van ondernemingen die het gevolg zijn van een beursnotering, naar het stimuleren van diversiteit in de keuze van ondernemingsmodellen. Overheden zouden het al aanwezige potentieel op vier manieren kunnen uitbouwen en daarmee indirect, maar vanuit het perspectief van de Europese economie in haar totaliteit, veel effectiever de kwaliteit van ondernemingsbestuur kunnen bevorderen.

In de eerste plaats kan dit gebeuren door de werking van Europese kapitaalmarkten te verbeteren. Het slechten van informele barrières voor samenwerking over landsgrenzen heen is een actueel onderwerp. Verder is de vooruitgang te boeken door de formulering van communautaire eisen aan investeringsmaatschappijen en door het inrichten van het daarbij behorende toezicht. De concurrentie tussen verschaffers van *private equity* zou moeten worden bevorderd door verdere verruiming van de mogelijkheden voor banken risicodragend te beleggen. De al voorgenomen uitbreiding van de activiteiten van de Europese Investeringsbank zal hieraan zeker een bijdrage leveren.

In de tweede plaats kunnen overheden helpen door het verlenen van steun aan de opbouw van een tweede infrastructuur, naast de aandelenbeurzen, om investeerders en ondernemingen bij elkaar te brengen. Op dit moment vervullen banken in de lidstaten al een belangrijke rol door binnen hun kring van cliënten contacten te leggen. Internetexperimenten zijn geïnitieerd, maar er is zeker nog ruimte voor Europabrede initiatieven.

Verder zouden overheden een belangrijke rol dienen te spelen bij het opleiden van managers die leiding kunnen geven aan Europese ondernemingen. Op dit moment zijn bijna alle Europese bedrijfsopleidingen geënt op Amerikaanse MBA-programma's. In deze opleidingen staat aandeelhoudersrendement centraal en worden de merites van het Amerikaanse ondernemingsmodel breed uitgemeten. Nieuwe opleidingen die het creëren van economische waarde centraal stellen brengen de gewenste omslag in denken en handelen dichterbij.

In de vierde plaats hebben overheden een taak bij het stimuleren van onderzoek en ontwikkeling naar Europese ondernemingsmodellen en het toegankelijk maken van aldus verworven inzichten. De Europese Commissie ontplooit al allerlei initiatieven op dit terrein, waaronder programma's om de rol van het midden- en kleinbedrijf en coöperaties te versterken.

Al deze stappen vormen een goedkope en elegante manier om de Lissabon-doelstellingen dichterbij te brengen.

6 Tot slot

De ironie is dat langs de geschetste lijnen kapitaalmarkten het Amerikaanse ondernemingsmodel zullen ondergraven. Kapitaal is blind en ondernemingen die een aanzienlijke vrije kasstroom genereren kunnen kapitaal tegen aantrekkelijke voorwaarden aantrekken en zo hun concurrentiepositie verder versterken.

Europa heeft alle vrijheid om de ontwikkeling van geavanceerde ondernemingsmodellen te stimuleren. Globalisering is in veel opzichten een mythe. De handel van de EU met de VS schommelt al tientallen jaren rond de 6 procent van het Europese en Amerikaanse bruto nationaal product.⁸ Directe buitenlandse investeringen vormen ondanks indrukwekkende groeicijfers nog steeds een bescheiden deel van de totale investeringen binnen de handelsblokken. Europa heeft verder als handelsblok een zeer sterke concurrentiepositie opgebouwd. Het surplus op de handelsbalans dat Europa geniet ten opzichte van de VS is ontstaan in de jaren negentig en blijkt zeer hardnekkig te zijn. Het aandeel van de EU en de VS in de wereldhandel is gelijk en niemand kan beweren dat Europa de boot mist in India en China.

De onafhankelijkheid van Europa is dichterbij dan velen denken.

LITERATUUR

- Gordon, R.J. (2000), *Does the 'New Economy' Measure up to the Great Inventions of the Past?*, NBER Working Paper 7833, Cambridge MA: National Bureau of Economic Research
- Haas, B. de (2001), Leugens, vervloekte leugens en bedrijfswinsten, *Het Financieele Dagblad*, 30 augustus
- Kalff, D.J.A. (2004), *Onafhankelijkheid voor Europa: het einde van het Amerikaanse ondernemingsmodel*, Amsterdam etc.: Business Contact
- McKinsey & Company (2001), *MGI Report. US Productivity Growth, 1995-2000*, www.mckinsey.com
- Morgenson, G. (2002), Pension Gains Count, Losses Don't, *International Herald Tribune*, 15 november
- Pickford, D. (2002), *Employee Stock Options – A Closer Look*, Report No. 175, London: Smithers & Co. Ltd.
- Towers Perrin (2001), *Worldwide Total Remuneration (2001-2002)*, Philadelphia etc.: Towers Perrin
- US Department of Commerce (2002), *US Trade in Goods, 1978-2001*, Washington DC: US Department of Commerce, Bureau of the Census, www.ita.doc.gov

⁸ US Department of Commerce (2002).

Bijlagen

De basisdocumenten van het Nederlandse beleid over de inrichting van het ondernemingsbestuur

- | | | |
|------------|--|-----|
| I | De Nederlandse corporate governance code.
Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur
en best practice bepalingen
(Rapport van de Commissie Tabaksblat van 9 december 2003) | 123 |
| II | Kabinetsreactie op de Nederlandse corporate governance code.
Brief van de ministers van Financiën, van Justitie en van
Economische Zaken aan de Voorzitter van de Tweede Kamer
der Staten-Generaal van 1 maart 2004
(kamerstukken II 2003/04 29 449, nr. 1) | 195 |
| III | Besluit tot vaststelling van nadere voorschriften
omtrent de inhoud van het jaarverslag.
Algemene Maatregel van Bestuur voorgelegd aan de Eerste
en Tweede Kamer der Staten-Generaal bij brief van de minister
van Justitie van 7 oktober 2004
(kamerstukken II 2004/05 29 499, nr. 3) | 223 |