

Corporate governance, structuurregime en de financiering van het bedrijfsleven

'Accountable to no-one'

The Economist, 30 januari 1994¹

Prof. Dr. A.W.A. Boot

1 Inleiding

Voor een onderneming is het belangrijk dat ze in haar vermogensbehoefte kan voorzien door een beroep te doen op financiële markten en instellingen. Het is een soort 'smeerolie' die ervoor zorgt dat een onderneming optimaal kan inspelen op ontwikkelingen in de markt om daarmee haar concurrentiepositie te waarborgen en zo mogelijk te versterken. Als ze alleen toegang zou hebben tot intern gegenereerde fondsen dan zou haar flexibiliteit onnodig worden ingeperkt. Toegang tot extern vermogen tegen een acceptabele prijs is echter geen vanzelfsprekendheid. De aanbieders van vermogen – de financiers – zijn veelal buitenstaanders die zich zullen afvragen hoe zij zich ervan kunnen vergewissen dat de ondernemingsleiding een beleid voert dat ook hun belangen waarborgt. Deze vraag is nauw verwant aan de problematiek van *corporate governance* die in de laatste jaren zowel in de populaire pers (zie bijvoorbeeld de hierboven vermelde verwijzing naar *The Economist*) als in de wetenschappelijke literatuur (zie Jensen (1993)) is uitgegroeid tot een onderwerp van formaat. Deze problematiek is van actueel belang, niet alleen vanwege de vermeende inefficiënties en de mogelijk tekortschietende

'accountability' van het management van ondernemingen, maar ook vanwege de in veel ondernemingen, waaronder ook financiële instellingen, levende opvatting dat extern vermogen bijzonder duur is. Dit laatste zou ertoe kunnen leiden dat een onderneming noodgedwongen afziet van lucratieve investeringsmogelijkheden.

De beschikbaarheid en kostenvoet van vermogen wordt bepaald enerzijds door de efficiëntie van financiële instellingen en markten als aanbieders van vermogen, en anderzijds door de optimaliteit van de aanwending bij de vragers naar vermogen. Beide zijn van grote invloed op de financiering en ontplooiing van het bedrijfsleven. Fricities en andere inefficiënties aan de aanbodzijde zullen een direct kostenverhogend effect hebben voor de vragers naar vermogen. Dit geldt evenzeer voor inefficiënties aan de vraagzijde; aanbieders van vermogen zullen zich hiertegen proberen te beschermen door het eisen van een hogere vergoeding voor het ter beschikking stellen van vermogen. Deze doorberekening van (geanticipeerde) inefficiënties aan de vraagzijde be-

Prof. Dr. A.W.A. Boot studeerde Bedrijfseconomie en Algemene economie aan de KUB. Sinds 1992 is hij hoogleraar Ondernemingsfinanciering en financiële markten aan de UvA en wetenschappelijk directeur van het Tinbergen Instituut.

tekent dat de vragers naar vermogen, in het bijzonder het bedrijfsleven, de rekening gepresenteerd zullen krijgen voor de inefficiënties, ongeacht of deze hun oorsprong vinden aan de aanbodzijde of aan de vraagzijde.

Het is dus voor het bedrijfsleven van primair belang om deze inefficiënties tot een minimum te beperken. Een noodzakelijke voorwaarde hiervoor is dat er voldoende inzicht bestaat in deze problematiek. Dit is dan ook een eerste doel van deze studie. In het bijzonder worden in kaart gebracht de fricties die bestaan tussen bedrijfsleven en financiële sector, d.i. tussen de vragers en aanbieders van vermogen. Hierbij staat centraal de problematiek van corporate governance: de beheersbaarheid van het besluitvormingsproces in de onderneming.

Het tweede doel van deze studie is het evalueren van de Nederlandse situatie. Een stelling die ik in deze studie zal onderbouwen is, dat de optimale financiering van het bedrijfsleven alleen kan worden gewaarborgd indien zowel het bedrijfsleven zelf als ook de aanbieders van vermogen (de financiële sector) onderhevig zijn aan een geloofwaardige disciplinerende. Voor de Nederlandse situatie betreft dit in het bijzonder het structuurregime dat onder andere regelt hoe een Raad van Commissarissen en de Algemene Vergadering van Aandeelhouders invloed kunnen uitoefenen op de onderneming. Disciplinerende kan ook de rechten betreffen van crediteuren, hetgeen met name relevant is wanneer ondernemingen zich in financiële moeilijkheden bevinden. Daarnaast wordt de disciplinerende beïnvloed door allerlei beschermingsconstructies welke veel beursgenoteerde ondernemingen kenmerken.² Eén van de belangrijkste conclusies van deze studie is dat het Nederlandse structuurregime, in haar streven naar consensus, de effectiviteit van disciplinerende ondermijnt. Een karakteristiek van het structuurregime is, dat hierin is geregeld dat de Raad van Commissarissen, en *niet* de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, het recht heeft bestuurders te benoemen en te ontslaan. Bovendien benoemt de Raad van Commissarissen zelf nieu-

we commissarissen. De aandeelhouders vervullen slechts een bijrol (recht van voordracht en bezwaar). Dit legt een grote verantwoordelijkheid bij de Raad van Commissarissen.

De opzet van het structuurregime draagt het risico in zich dat binnen de Raad van Commissarissen sprake is van een ingebouwde 'automatische' consensus. Hiermee wordt bedoeld dat door grote gelijkgezindheid al bij voorbaat sprake is van consensus. Bovendien biedt deze structuur geen garantie voor voldoende betrokkenheid van de Raad van Commissarissen bij de onderneming. Daarnaast ligt een te grote vereenzelviging met de ondernemingsleiding voor de hand. De automatische consensus, het gebrek aan betrokkenheid en de vereenzelviging zullen floreren onder normale omstandigheden – bedoeld worden omstandigheden waarin geen financiële moeilijkheden dreigen voor de onderneming. Dit betekent dat de ondernemingsleiding onder dergelijke omstandigheden zonder noemenswaardige disciplinerende kan opereren. Hiermee wordt dan niet voldaan aan de noodzakelijke voorwaarde voor efficiënt management, namelijk de noodzaak dat de ondernemingsleiding onderhevig is aan voldoende druk en beoordeling door diverse participanten binnen en buiten de onderneming. De consequenties hiervan zullen zijn inefficiënties en mogelijk een gebrek aan alertheid bij het management. Hierbij moet men niet alleen denken aan het 'over de balk gooien' van beschikbare gelden, zoals het investeren in projecten die alleen het maatschappelijke prestige van het management dienen, maar ook het te laat onderkennen van noodzakelijke herstructurerende.

Het gebrek aan disciplinerende onder normale omstandigheden leidt evenzeer tot een onevenwichtigheid in de besluitvorming van ondernemende. Dit hangt samen met de disciplinerende door crediteuren die grosso modo wel effectief werkt, namelijk de beperking van de zeggenschap van het management in het geval zich financiële moeilijkheden voordoen. De tekortschietende disciplinerende onder norma-

le omstandigheden (volgend uit het structuur-regime) tezamen met de effectieve discipliner-ing bij tegenspoed (crediteuren) impliceert een onevenwichtigheid en nodigt de onder-nemingsleiding uit tot een risicoloos opereren – te weinig innovatie. Hiermee kan de onder-nemingsleiding de cash flow op de korte en mogelijk middellange termijn veilig stellen. Dit kan voordelen hebben omdat dan geprofiteerd wordt van de onder normale omstandigheden tekortschietende disciplineren en, althans voor de korte en middellange termijn, ook disciplineren door crediteuren wordt ontlopen. Voor de continuïteit van de onderneming op de lange termijn echter, kan het gebrek aan innovatie grote gevolgen hebben.

Deze studie zal benadrukken dat enige diversiteit of pluriformiteit in de samenstelling van de Raad van Commissarissen een noodzake-lijke voorwaarde is voor het effectief opereren van dit orgaan. Daarnaast moeten commissarissen zelf voldoende alert worden gehouden door ze te onderwerpen aan toezicht of disciplineren door belanghebbende participanten in de onderneming. Als voldaan is aan deze voorwaarden dan zal er sprake zijn van een grotere betrokkenheid en een meer geïnfor-meerde en onafhankelijke besluitvorming. Deze argumentatie leidt tot concrete aanbe-velingen met betrekking tot de samenstelling en rol van de Raad van Commissarissen, en de invulling van overige elementen van het Nederlandse structuurregime.

2 Externe financiering

2.1 De problematiek van de externe financie-ring

In de moderne ondernemingen, omvattende zowel industriële ondernemingen als finan-ciële instellingen, kennen we een scheiding tussen het management en de verschaffers van vermogen. Er zijn waarschijnlijk vele re-denen waarom ondernemingen zich in deze richting hebben ontwikkeld. De scheiding kan

verschillende voordelen hebben. Bijvoorbeeld, de scheiding tussen management en verschaf-fers van vermogen geeft deze verschaffers van vermogen de mogelijkheid om hun kapitaal te spreiden over een groot aantal ondernemin-gen, waardoor een risicospreiding optreedt. Daarnaast is er door de scheiding ook een grotere 'pool' waaruit het management kan worden gekozen. Immers, van het manage-ment wordt dan niet meer geëist dat het te-vens verschaffer van eigen vermogen is. Voor onze gedachtenvorming is het echter voldoen-de om te veronderstellen dat het management – voorzover het al zou willen – niet voldoende eigen financiële middelen heeft om te voor-zien in de vermogensbehoefte van de onder-neming. De scheiding zelf staat niet ter dis-cussie in deze studie.

De scheiding tussen management en verschaf-fers van vermogen en de coördinatieproble-men die daaruit voortkomen staan centraal in wat wel genoemd wordt de agencykosten-li-teratuur. Deze is recentelijk veelal vereenzel-vidg met Jensen en Meckling (1976), maar vindt haar oorsprong in het baanbrekende werk van Berle en Means (1932). Vooral in het Ne-derlandse taalgebied wordt de agencykosten-literatuur nogal krampachtig onderscheiden van de transactiekosten-literatuur, zoals ont-wikkeld door Coase (1937) en, meer recente-lijk, Williamson (1985).³ De centrale invalshoek van waaruit de transactiekosten-literatuur voortkomt, is de problematiek van de vertica-le integratie: kiest men voor integratie van ver-schillende lagen van een bedrijfskolom bin-nen één onderneming, of kiest men voor specialisatie van een onderneming op één ni-veau binnen de bedrijfskolom? In het eerste geval is sprake van verticale integratie en maakt de onderneming zich minder afhanke-lijk van de markt, maar creëert daarmee mo-gelijk interne coördinatieproblemen. Het alter-natief – specialisatie op één niveau in de bedrijfskolom – biedt mogelijk voordelen *bin-nen* de onderneming maar kan daarentegen coördinatieproblemen met de markt opleveren, bijvoorbeeld met toeleveringsbedrijven en af-nemers.

De transactiekosten-benadering lijkt dus een andere invalshoek te hebben dan de agencykosten-benadering; deze laatste immers was ingegeven door de problematiek van de scheiding tussen management en verschaffers van vermogen. De toepassingsmogelijkheden van zowel de transactiekosten- als de agencykosten-benaderingen zijn echter aanzienlijk breder; de problematiek van verticale integratie en scheiding tussen management en verschaffers van vermogen waren 'slechts' een eerste toepassing. Bovendien zijn beide benaderingen naar elkaar toegegroeid. Vaak geven beide complementaire of zelfs grotendeels gelijke verklaringen voor dezelfde waargenomen verschijnselen (zie Williamson (1988)). De complementariteit en onderlinge uitwisselbaarheid kan als volgt worden geïllustreerd. Veronderstel dat een onderneming die behoefte heeft aan nieuw vermogen, besluit samen te gaan met een onderneming met overvloedige liquiditeiten. De transactiekosten-benadering zal constateren dat hiermee de markt wordt uitgeschakeld omdat de transactie (de behoefte aan vermogen) niet meer extern hoeft plaats te vinden. De agencykosten-benadering zal constateren dat hiermee een coördinatieprobleem tussen de anders vereiste nieuwe verschaffers van vermogen en de onderneming is omzeild.

Er bestaat dus een grote mate van overeenkomst tussen de agencykosten- en de transactiekosten-benaderingen. Beide betreffen het omgaan met problemen die ontstaan ten gevolge van interne en externe afstemmingsproblemen. Zonder coördinatieproblemen zou er geen sprake zijn van agencyproblemen en veelal ook niet van transactiekosten, die grotendeels daaruit voortvloeien. Wat zijn nu in concreto de problemen die een scheiding tussen management en verschaffers van vermogen teweeg kan brengen?

Men kan daarbij twee primaire problemen onderscheiden. Ten eerste, hoe kan de ondernemingsleiding vermogen aantrekken tegen de juiste kostenvoet indien zij mogelijk beter geïnformeerd is over het reilen en zeilen van de

onderneming dan de verschaffers van vermogen, de 'buitenstaanders'? Deze laatsten zullen zich realiseren dat, voor het verkrijgen van vermogen tegen een zo laag mogelijke prijs, de onderneming er belang bij heeft om de gang van zaken zo positief mogelijk voor te spiegelen. De vraag die dit oproept is op welke wijze de onderneming de haar ter beschikking staande informatie geloofwaardig kan doorgeven aan de markt. Dit is een probleem van asymmetrische – of ongelijk verdeelde – informatie. Het tweede probleem betreft het beleid van de onderneming. Hoe kunnen de verschaffers van vermogen voldoende zekerheid hebben dat de ondernemingsleiding een beleid voert dat ook de belangen van de financiers waarborgt?

Het eerste probleem betreft een *informatieprobleem*, namelijk het probleem van een geloofwaardige communicatie naar de markt. Het tweede wordt een *agencyprobleem* genoemd. In de meest letterlijke zin doet een agencyprobleem zich voor in een situatie waarbij de ondernemingsleiding, als gedelegeerde van de verschaffers van het vermogen, voor hen beslissingen neemt. Een gebrek aan invloed van de financiers op de ondernemingsleiding kan dan leiden tot suboptimale beslissingen. Rationele verschaffers van vermogen zullen hierop anticiperen door de vereiste vergoeding voor het ter beschikking stellen van vermogen – en dus de kostenvoet – dienovereenkomstig te verhogen. Deze problematiek staat centraal in de eerder genoemde agencykosten-literatuur. Beide problemen zijn ten nauwste verwant aan de eerder genoemde problematiek van corporate governance, namelijk de beheersbaarheid van, en de invloed van participanten op, het besluitvormingsproces in de onderneming.

Er moet worden opgemerkt dat het agencyprobleem vaak wordt verergerd, zo niet wordt veroorzaakt, door een onderliggend informatieprobleem. Bijvoorbeeld de ondernemingsleiding kan uit hoofde van een informatievoorsprong mogelijk ongestraft (nog) verder

afwijken van wat optimaal is voor de verschaffers van het vermogen. De verschillen in beschikbaarheid van informatie maken het besluitvormingsproces binnen de onderneming dus minder doorzichtig en daarmee minder beheersbaar voor de verschaffers van vermogen. In het vervolg wordt het probleem van de ongelijk verdeelde – asymmetrische – informatie en het agencyprobleem gezamenlijk aangeduid als het informatieprobleem.

2.2 De rol van financiële instellingen en markten

De problematiek van de externe financiering doet zich ook voor bij financiële instellingen. Zij zoeken voor het verkrijgen van fondsen toegang tot de financiële markten. Dit maakt ook de financiële sector onderhevig aan een vergelijkbaar informatieprobleem. Toch is de positie van financiële instellingen fundamenteel anders. Zij worden gezien als mogelijke oplossing voor de externe financieringsproblemen van ondernemingen. Een onderneming kan immers het informatieprobleem proberen te overwinnen door een nauwe relatie aan te gaan met een (huis)bank. Die bank zal als externe financier meer invloed hebben op de onderneming en ook een kleinere informatieachterstand hebben dan andere verschaffers van vermogen. Dit is een gangbare en mijns inziens correcte karakterisering van het comparatieve voordeel van banken ten opzichte van andere crediteuren. Deze karakterisering impliceert echter dat problemen bij het financieren van de bank consequenties kunnen hebben voor de financiering van het bedrijfsleven. Zoals een onderneming door een te hoge kostenvoet van vermogen mogelijk zal afzien van winstgevendende projecten, zo zal de bank door een financieringsprobleem minder bereid zijn om te voorzien in de financieringsbehoefte van het bedrijfsleven. De financieringsproblematiek van een financiële instelling belemmert dus niet alleen haar eigen ontwikkeling maar mogelijk ook die van het bedrijfsleven. Voor de financiering van het bedrijfsleven is ook van belang de structuur en de organisatie

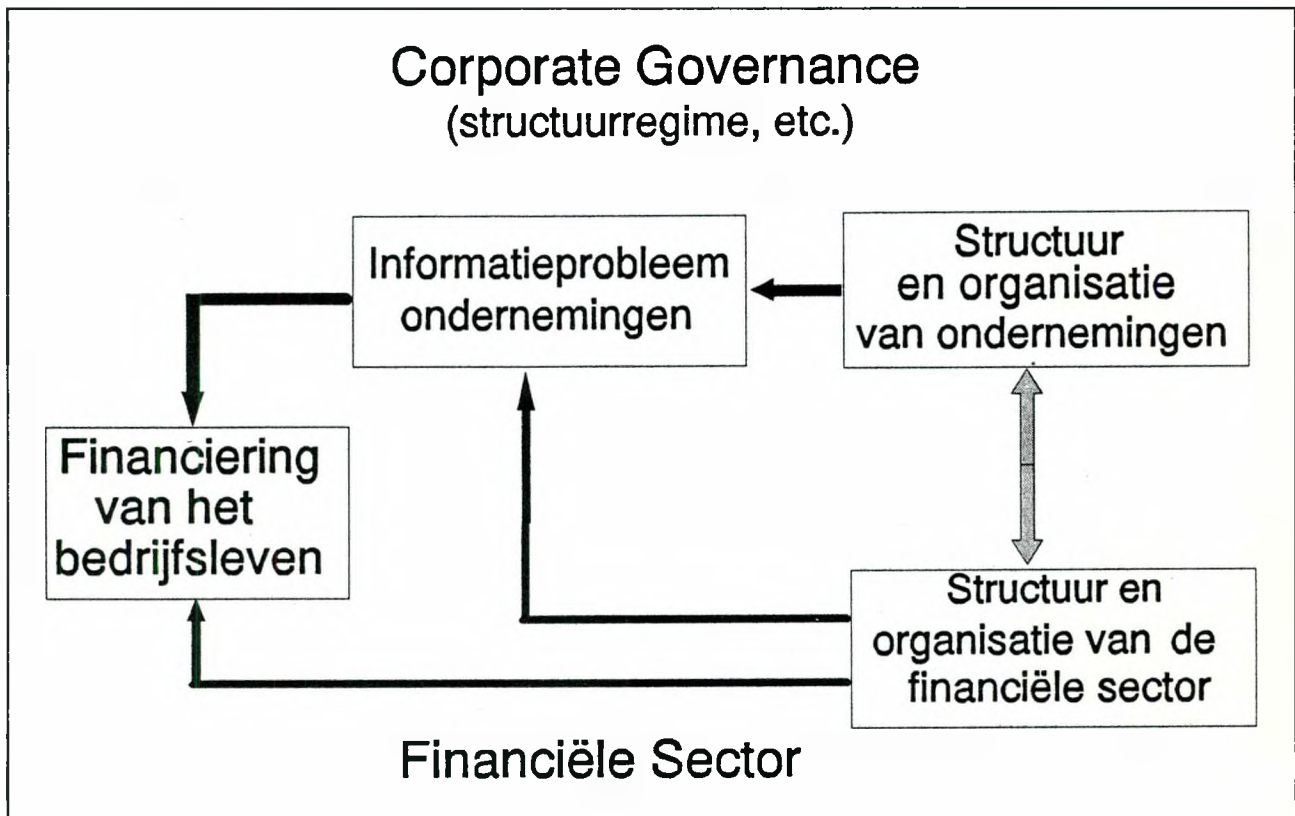
van de financiële sector. Op dat punt zien we grote verschillen tussen landen, met het bankgedomineerde Duitse model en het marktgedomineerde Amerikaanse model als extremen. Bovendien zijn er verschillen in de mate van concentratie binnen elk model. Deze verschillen hebben een effect op zowel de relatie tussen onderneming en verschaffers van vermogen als de mate waarin financiële instellingen en markten met elkaar concurreren. Deze problematiek heeft ongetwijfeld invloed op de kostenvoet van vermogen voor het bedrijfsleven, maar wordt in deze bijdrage – die zich concentreert op de vraagzijde – niet verder uitgewerkt.⁴ Voor de volledigheid zijn in nevenstaande figuur de diverse verbanden samengevat.

3 Corporate governance

3.1 De problematiek van corporate governance

Corporate governance betreft de wijze waarop, en de mate waarin, diverse participanten (zoals aandeelhouders en verschaffers van vreemd vermogen, maar ook werknemers) invloed kunnen uitoefenen op het besluitvormingsproces in de onderneming. Hierin is begrepen de wijze waarop de ondernemingsleiding verantwoording moet afleggen over haar functioneren. De problematiek vindt haar oorsprong in informatieproblemen en de hieruit voortvloeiende beperkte beheersbaarheid van het besluitvormingsproces binnen de onderneming.

In de Angelsaksische financiële wereld is tot voor kort nagenoeg alle aandacht uitgegaan naar wat genoemd wordt 'de markt voor corporate control', in het bijzonder het transactiegedreven mechanisme van een vijandige overname.⁵ Het idee achter dit mechanisme is dat de mogelijkheid van een overname managers onder druk zet, en ze daarmee aanzet tot efficiënt gedrag. In de Amerikaanse pers en financiële wereld was de aandacht voor dit mechanisme enorm, mede gestimuleerd door

De financieringsproblematiek van het bedrijfsleven

© Jacobsen

Korte toelichting

De brede zwarte pijlen in het bovenste deel van het schema geven aan dat de externe financiering van ondernemingen leidt tot informatieproblemen of fricties tussen de onderneming en haar financiers. Dit is de problematiek van corporate governance, die centraal staat in deze bijdrage. De smallere zwarte pijlen betreffen de financiële sector. De organisatie en structuur van de financiële sector hebben een effect op de kostenvoet van vermogen voor het bedrijfsleven. Daarnaast kan er een effect zijn op het informatieprobleem van ondernemingen. Bijvoorbeeld in een bankgedomineerd systeem kan sprake zijn van een betere uitwisseling van informatie met de financier (de (huis)bank) dan in een systeem gedomineerd door financiële markten.

De grijze pijl geeft aan dat op een abstract, zeer algemeen, niveau alles met elkaar in verband staat, en dat de structuur van de industriële en financiële sectoren, zeker vanuit een historisch perspectief, niet los van elkaar kunnen worden gezien.

een aantal zeer prominente 'corporate raiders' die de publiciteit niet schuwden. In dit verband valt op te merken dat in de Nederlandse situatie – en tot op zekere hoogte in heel Europa – vijandige overnames geen belangrijke rol

spelen. Eén van de redenen hiervoor is ongetwijfeld dat vijandige overnames in onze samenleving als ongepast worden ervaren. Zij worden gezien als een vorm van ongebreideld kapitalisme, gedreven door de hebzucht van

'corporate raiders' die louter uit zijn op eigen gewin en schaamteloos bestaande ondernemingen te lijf te gaan, met bijzonder weinig oog voor de sociale verhoudingen. In het ergste geval kunnen gezonde ondernemingen met goede toekomstperspectieven vernietigd worden, louter voor het korte-termijngewin van de 'raider'.

Uiteraard kan men vele vraagtekens zetten bij deze zeer eenzijdige visie op de implicaties van vijandige overnames. Immers, zoals voorstanders van dergelijke overnames hebben benadrukt: waarom zou een 'raider' veel betalen voor een onderneming om er daarna iets mee te doen dat waarde vernietigt? Het is *niet* nodig om op deze plaats een standpunt in te nemen over deze problematiek. Voor argumenten pro en contra verwijs ik naar Boot (1992) en Laffont en Tirole (1988). De vraag die hier relevant is, is of – zelfs indien vijandige overnames ongewenst zijn – dit een argument is voor het beperken van de rechten van aandeelhouders. Voor de Nederlandse verhoudingen is deze vraag van groot belang omdat het structuurregime grote bevoegdheden legt bij de Raad van Commissarissen, terwijl aandeelhouders weinig invloed hebben op dit orgaan. Bovendien heeft de ondernemingsleiding van vele Nederlandse ondernemingen onder het mom van de onwenselijkheid van vijandige overnames, of andere ongewenste 'dwangmatigheden' die hun oorsprong vinden bij aandeelhouders, de invloed van aandeelhouders nog verder ingeperkt. In het bijzonder door het inbouwen van allerlei beschermingsconstructies.

Voordat we een antwoord geven op de hierboven gestelde vraag kan allereerst worden opgemerkt dat beschermingsconstructies zoals certificering en het uitgeven van prioriteitsaandelen, inderdaad vijandige overnames kunnen bemoeilijken of zelfs kunnen voorkomen. Ook het structuurregime werkt belemmerend voor de effectuering van een vijandige overname. Dit is echter geen rechtvaardiging voor dergelijke belemmeringen, zelfs onder de

veronderstelling dat vijandige overnames ongewenst zijn. Hiervoor kunnen twee argumenten worden aangevoerd. Een eerste argument is dat vijandige overnames bijzonder onwarschijnlijk zijn voor een goed geleide onderneming die haar beleid verantwoordt naar haar participanten (bestaande uit de aandeelhouders maar ook uit andere belanghebbenden). Een vergaande beperking van de rechten van aandeelhouders vermindert de noodzaak tot het afleggen van verantwoording waardoor inefficiënties eerder zullen optreden. Bij het ontbreken van beschermingsconstructies wordt door de betere informatievoorziening – paradoxaal genoeg – het overnamegevaar mogelijk juist kleiner.

Het tweede argument dat hiermee samenhangt is dat de disciplinerende van de ondernemingsleiding door aandeelhouders zich zeker niet beperkt tot (de dreiging van) vijandige overnames. In zekere zin is een vijandige overname een 'last resort', ofwel een noodgreep die opportuun wordt in een situatie waarin aandeelhouders op geen enkele andere wijze invloed kunnen uitoefenen op de onderneming. Dit zou ook kunnen verklaren waarom managers die zich verschuilen achter beschermingsconstructies de neiging hebben om hieraan weer nieuwe beschermingsconstructies toe te voegen. De reden hiervoor is, dat bij elke vorm van beschermingsconstructie de ondernemingsleiding minder verantwoording aflegt; dit creëert inefficiënties die het voor aandeelhouders, ondanks de al aanwezige beschermingsconstructies, toch nog lucratiever maakt om een vijandige overname te initiëren. De reactie van de ondernemingsleiding hierop is het introduceren van weer een nieuwe beschermingsconstructie. Dit proces van actie en reactie kan worden omschreven als een beschermingsconstructie-dialectiek: iedere beschermingsconstructie leidt tot meer inefficiënties die op hun beurt weer nieuwe beschermingsconstructies noodzakelijk maken.

Deze argumenten suggereren dat beschermingsconstructies de relatie tussen onderne-

ming en verschafters van vermogen frustreren. Beschermingsconstructies verminderen de 'accountability' van het management, en dwingen aandeelhouders hun toevlucht te zoeken tot vijandige overnames. Deze laatste mogelijkheid staat open tot het moment dat de onderneming helemaal is 'dichtgetimmerd'. Uiteraard is dit allemaal weinig constructief en weinig bevorderlijk voor de toegang van ondernemingen tot extern vermogen tegen een acceptabele prijs. De vraag is hoe de beschermingsconstructiespiraal kan worden doorbroken. Immers, het management zal zich hoe dan ook tegen *vijandige* overnames proberen te wapenen. De oplossing moet mijns inziens liggen in het aangaan van veel nauwere relaties met de verschafters van vermogen. Deze laatste zullen dan automatisch een grotere invloed hebben op het beleid van de onderneming. Hierdoor wordt de ondernemingsleiding beter gedisciplineerd, terwijl tegelijkertijd de ondernemingsleiding een betere grip heeft op de vermogensverschaffers.

De problematiek van vijandige overnames en invloed van de verschafters van vermogen zal verder worden toegelicht aan de hand van de situatie in de Verenigde Staten.

3.2 De Amerikaanse ervaring

Vanuit een Europees perspectief lijkt in de Verenigde Staten sprake te zijn van een 'pro-aandeelhouders' omgeving. Toch wordt ook daar geklaagd over een vermeende achterstelling van aandeelhouders. Zo schrijft Joseph A. Grundfest (1990, p. 89-90):

"Investors" ability to monitor corporate performance and to control assets that they ultimately own has been subordinated to the interests of other constituencies, most notably corporate management."

Men zou hier twee redenen voor kunnen aandragen. De eerste is dat de effectiviteit van de Amerikaanse Raad van Commissarissen ('the Board of Directors') mogelijk gering is. Men hoort vaak geluiden dat de Board ope-

reert als 'loopjongen' van de CEO (voluit: 'Chief Executive Officer', de voorzitter van de Raad van Bestuur, maar veelal alleenheersend). Dit zou veroorzaakt kunnen worden doordat de CEO grote invloed heeft op dit orgaan. Dit blijkt ondermeer uit het voorzitterschap van de Raad van Commissarissen die de CEO veelvuldig vervult. Als tweede reden kan genoemd worden dat de historisch relatief grote spreiding van het uitstaande Amerikaanse aandelenkapitaal en de mogelijk te passieve houding van institutionele beleggers, collectieve actie van aandeelhouders in Amerika bemoeilijken. Ik zal beide redenen nader toelichten.

Het Amerikaanse systeem kan worden omschreven als een 'one-tier' systeem: een machtige CEO die zitting heeft in de Raad van Commissarissen, en – zoals gezegd – daar veelal voorzitter van is. In het Nederlandse en Duitse systeem is er sprake van een 'two-tier' systeem: een formeel gescheiden management board ('de Raad van Bestuur') en een Raad van Commissarissen.

De effectiviteit van de Amerikaanse Raad van Commissarissen wordt door sommigen in twijfel getrokken. Zo suggereert Michael C. Jensen (1993, p. 862) dat 'few boards have done their job well in absence of external crises'. Het blijkt dat veel CEO's erin slagen om de Raad van Commissarissen naar hun hand te zetten. Dit zal veelal op legale wijze gebeuren door middel van overredingskracht, maar evenzeer valt aan te nemen dat 'personal favors' niet uitgesloten zijn. Het ligt voor de hand om de CEO een minder dominante rol te geven binnen de Raad van Commissarissen. De cruciale vraag is echter waarom aandeelhouders die directe invloed hebben op de samenstelling van de Raad van Commissarissen deze vereenzelviging van CEO en Raad van Commissarissen niet kunnen voorkomen?

Dit brengt ons bij de mogelijke passiviteit van aandeelhouders die een gevolg zou kunnen zijn van de grote spreiding van het uitstaande Amerikaanse aandelenkapitaal. De spreiding hangt mogelijk samen met de grote liquiditeit van de Amerikaanse financiële markten. Veel-

al wordt verondersteld dat liquiditeit op een markt goed is. Ook binnen het vakgebied financiering, met name de beleggingstheorie, is liquiditeit een belangrijke grootheid; het bewerkstelligen van een optimale diversificatie binnen beleggingsportefeuilles en het verrichten van de noodzakelijke transacties door de tijd, vereisen liquiditeit. Echter, deze liquiditeitseis staat op gespannen voet met de gewenste 'monitoring' door verschaffers van vermogen. Immers, als iedereen diversificeert en liquiditeit van zijn of haar portfolio nastreeft, hoe worden dan de gebruikers van het vermogen gedisciplineerd? Het antwoord is dat niemand daar dan belang bij heeft, enerzijds vanwege het relatief kleine belang van een gediversificeerde belegger in afzonderlijke ondernemingen, anderzijds door het feit dat het uitoefenen van direct toezicht de belegger tot een 'insider' maakt, waardoor deze zijn of haar portefeuille door informatieproblemen moeilijk van de hand kan doen.⁶ Deze argumentatie geeft aan dat een volledig gespreid aandelenbezit niet optimaal kan zijn; enige concentratie is nodig voor de noodzakelijke disciplineringsmechanisme. Het is goed mogelijk dat in Amerika het streven naar liquiditeit en spreiding te veel de overhand heeft. Tezamen met de tekortschietende rol van de Amerikaanse Raad van Commissarissen zou dit kunnen impliceren dat in de Amerikaanse verhoudingen alleen de dreiging van vijandige overnames overblijft als effectief disciplineringsmechanisme.

De problematiek van de spreiding en concentratie van vermogen heeft pas zeer recentelijk enige aandacht gekregen in de literatuur (zie bijvoorbeeld Bhidé (1993)). Onlangs heeft ook *The Economist* hieraan een redactioneel commentaar gewijd.⁷ *The Economist* merkt op dat er vooral sinds 1985 sprake is van een substantiële toename van het institutionele aandelenbezit en dat '..... fund managers, like it or not, have to take a direct interest in underachievement firms'.⁸ Het is te verwachten dat deze opmerkingen in de nabije toekomst aan belang zullen winnen omdat in een aantal Ameri-

kaanse staten de overheid al is overgegaan tot het bemoeilijken van vijandige overnames. Ondernemingen zouden door het aangaan van relaties met verschaffers van vermogen ervoor kunnen zorgen dat zij toch nog voldoende worden gedisciplineerd. Zo wordt voorkomen dat de kostenvoet van vermogen zich nadelig ontwikkelt.

4 Het structuurregime

4.1 Een kritische beoordeling

Zoals in de vorige paragrafen verwoord, vereist efficiënt management dat de ondernemingsleiding onderhevig is aan voldoende druk en beoordeling door diverse participanten binnen en buiten de onderneming. Deze druk kan voorkomen dat organisaties uitdijen en dat managers zich uitleven ter meerdere eer en glorie van hun eigen maatschappelijk prestige. Hierbij kan men denken aan managers die ervoor kiezen hun maatschappelijk prestige te vergroten door koninkrijkes te bouwen, in plaats van zich weloverwogen te beperken tot die activiteiten waarin de onderneming een comparatief voordeel heeft. Uiteraard is dit slechts een willekeurig voorbeeld.

In de huidige organisatie van corporate governance in Nederland – althans voorzover het de grotere ondernemingen betreft – is het primaire toezicht op het management voorbehouden aan de Raad van Commissarissen. Het structuurregime bepaalt dat dit orgaan het recht heeft om bestuurders te benoemen en te ontslaan terwijl aan aandeelhouders alleen het recht van voordracht en bezwaar is voorbehouden. Het structuurregime bepaalt ook dat de Raad zelf nieuwe commissarissen kiest; het systeem van coöptatie. De Raad van Commissarissen heeft dus een bijzonder sterke doch ook beschermde positie. De vèrgaande bevoegdheden van de Raad van Commissarissen, gecombineerd met de vrijwaring van het moeten afleggen van verantwoording, creëren echter een aantal problemen.

Een eerste probleem is dat dit kan leiden tot een te grote *vereenzelviging* van de Raad van Commissarissen met de ondernemingsleiding. Dit komt omdat de Raad zich kan onttrekken aan de aandeelhouders en andere participanten in de onderneming, en commissarissen geen of minimale economische belangen hebben in de onderneming. Sommigen zullen dit ongetwijfeld toejuichen, maar het leidt mijns inziens tot een orgaan dat weinig reden ziet om een vriendelijke en ontspannen relatie met de ondernemingsleiding 'onnodig' op de proef te stellen. De verhouding zal pas zakelijk en wellicht minder amicaal zijn op het moment dat het slecht gaat met de onderneming; echter, daar zit – zoals ik zal beargumenteren – geen knelpunt. De vraag is juist hoe een effectieve disciplinerende te bewerkstelligen onder normale omstandigheden.

Merk overigens op dat in paragraaf 3.2 een vergelijkbare observatie werd gemaakt met betrekking tot de Amerikaanse variant van de Raad van Commissarissen; zij heeft evenzeer het gevaar van vereenzelviging in zich. Toch is de onderliggende analyse fundamenteel anders. In Amerika heeft het management (de CEO) een actieve rol *binnen* de Raad van Commissarissen hetgeen deze Raad te veel richting management stuurt. In Nederland daarentegen is de Raad gevrijwaard van het afleggen van directe verantwoording; bijvoorbeeld de aandeelhouders hebben geen directe invloed op de Raad. Hiermee dreigt de Raad zich eveneens te veel te schikken naar het management.

Het tweede probleem houdt verband met de 'automatische' consensus – ofwel de gelijkgezindheid – die zit ingebed in het Nederlandse structuurregime. Ik heb daar in de inleiding al kort naar verwezen. Consensus moet gebaseerd zijn op een concurrentie tussen opvattingen en ideeën, op interactie en op het elkaar proberen te overtuigen. Het bij elkaar zetten van gelijkgezinden sluit dit proces uit en betekent dat, tenzij er sprake is van een crisissituatie, slechts zelden tegenstellingen ontstaan. Dit mag attractief klinken maar kan

funest zijn omdat bij de afwezigheid van tegengestelde opinies binnen de Raad van Commissarissen er minder reden is voor commissarissen om zich nader te informeren. Door diversiteit in de samenstelling van de Raad na te streven is dit gevaar kleiner. Dit zal dan ook veel eerder leiden tot betrokkenheid van alle commissarissen en zal bijdragen tot een meer informatieve en evenwichtige besluitvorming. Het Nederlandse structuurregime heeft dit proces bij constructie uitgesloten.

De vereenzelviging en 'automatische' consensus suggereren niet alleen een weinig onafhankelijke en kritische beoordeling van het management, maar ook een gebrek aan betrokkenheid. Dit geldt uiteraard niet voor *elke* Raad van Commissarissen. Het functioneren van zowel managers als Raden van Commissarissen wordt bepaald door vele factoren. Wetgeving – zoals het hier bekritiseerde structuurregime – brengt hier 'slechts' enige (bij)sturing in aan. Tot welke inefficiënties nodigt de verkeerde (bij)sturing van het structuurregime uit?

De primaire inefficiëntie waartoe het structuurregime uitnodigt is mijns inziens een onevenwichtigheid in de besluitvorming van ondernemingen. Dit hangt samen met het disciplineringsmechanisme dat in Nederland (en in vele andere landen) wel effectief werkt, namelijk het verlies aan zeggenschap van het management in het geval financiële moeilijkheden zich voordoen. Dit laatste mechanisme wordt niet alleen gedreven door de dreiging van faillissement of surséance van betaling, maar ook door de aanzienlijke invloed van crediteuren, in het bijzonder banken, in geval van liquiditeitsmoeilijkheden. Er is in beginsel niets tegen dit mechanisme. Op het moment dat financiële moeilijkheden zich voordoen, is het (zoals ik elders al heb aangegeven)⁹ cruciaal om crediteuren een belangrijke rol toe te delen, teneinde daarmee de zeggenschap van het management aan banden te leggen. Echter, in een situatie waarin geen sprake is van financiële moeilijkheden, dus van de normale omstandigheden waarin juist de tekortkomingen van het structuurregime blijken, nodigt dit

uit tot een bijzonder *conservatief* gedrag van het management. Immers, het management wordt voor de keuze gesteld om óf wel 'risicoloos' te opereren, en daarmee de korte- en middellange-termijncashflow veilig te stellen en zodoende haar positie, dan wel een meer innoverende strategie te volgen. Deze laatste is wellicht cruciaal voor de continuïteit van de onderneming op de lange termijn, maar zou op kortere termijn wel eens meer risico's met zich kunnen meebrengen. Met een dominantie van het disciplineringsmechanisme dat gekoppeld is aan financiële moeilijkheden kiest het management mogelijk voor de suboptimale, risicoloze strategie. Dit laat haar op korte en middellange termijn profiteren van de afwezigheid van disciplinerende omstandigheden, maar kan op lange termijn fataal zijn voor de onderneming. De Raad van Commissarissen zal door gebrek aan betrokkenheid en belangen in de onderneming, te weinig tegenwicht kunnen bieden waardoor de voorspelbaarheid van de korte en middellange termijn zal prevaleren, en dus het 'risicoloos' opereren. Hiermee zou ze dan komen tot eenzelfde afweging als het management.

Naast de genoemde onevenwichtigheid in de besluitvorming, zijn inefficiënties een andere consequentie van het ontbreken van de disciplinerende omstandigheden. Hierbij kan men denken aan de eerder genoemde maatschappelijke prestige projecten, maar ook aan een gebrek aan *alertheid* waardoor noodzakelijke herstructureringen te laat worden onderkend. Het is niet nodig om in details te treden, maar in vele delen van het Nederlandse bedrijfsleven zijn typerende voorbeelden te vinden van vooraanstaande ondernemingen die pas in noodsituaties herstructureringen zijn gaan overwegen.

Voor de kostenvoet van de financiering hebben de inefficiënties, waaronder de onevenwichtigheid in de besluitvorming, grote consequenties. De financiële markten en andere verschaffers van vermogen zullen deze inefficiënties voorzien en laten doorwerken in de door hen geëiste vergoeding voor het ter be-

schikking stellen van vermogen. De aandeelhouders zullen de hoogste vergoeding eisen omdat in het bijzonder *zij* de rekening gepresenteerd krijgen van het gebrek aan innovatie en lange-termijnperspectief. Dit kan verklaren waarom Nederlandse ondernemingen en financiële instellingen eigen vermogen als bijzonder duur ervaren.

4.2 Aanbevelingen met betrekking tot het structuurregime

Een oplossing voor de geconstateerde problemen in ons systeem van corporate governance is het herzien van de Raad van Commissarissen. Het is noodzakelijk om een grotere rol toe te kennen aan in het bijzonder de verschaffers van eigen vermogen. Dit betekent niet dat een Raad van Commissarissen gedomineerd zou moeten worden door aandeelhouders, maar zoals zal worden aangegeven, dienen zij wel een niet geringe invloed te hebben op de samenstelling. Het is daarnaast gewenst om ook andere verschaffers van vermogen – en mogelijk andere participanten zoals werknemers – invloed te geven op de samenstelling van de Raad van Commissarissen. Momenteel geldt dit al voor bankiers die in de Raad van Commissarissen van een aantal ondernemingen vertegenwoordigd zijn. In de huidige structuur van de Raad van Commissarissen is dit laatste enigszins verontrustend. Zonder andere belanghebbenden zou dit het conservatieve gedrag van de onderneming namelijk verder kunnen versterken. Immers, banken zijn primair crediteur en dus met name bezorgd over het neerwaartse risico.

De analyse en beoordeling van het structuurregime laten zien dat een grotere diversiteit of pluriformiteit in de samenstelling van de Raad van Commissarissen gewenst is. Hiervoor is het noodzakelijk dat verschillende participanten in de onderneming invloed hebben op deze samenstelling. Ik ben van mening dat een angst voor polarisatie niet gegrond is.¹⁰ De commissarissen zullen zich realiseren dat een *constructieve* opstelling vereist is. Ook is het

niet mijn bedoeling om alleen direct belanghebbenden de samenstelling van de Raad van Commissarissen te laten bepalen. Er kan een rol zijn voor onafhankelijke experts. Het feit dat binnen de meer divers samengestelde Raad van Commissarissen verschillende opinies naar voren zullen komen, garandeert dat ook deze experts zich, veel meer dan nu het geval is, zullen verdiepen in het ondernemingsgebeuren. Het benoemingsproces zelf kan géén pure coöptatie zijn, maar wel een combinatie van coöptatie en bindende voordracht door verschillende participanten. Het is bijvoorbeeld denkbaar dat aandeelhouders, en ook obligatiehouders en werknemers, al of niet tezamen een bindende voordracht voor een aantal commissarissen doen, die op hun beurt via coöptatie de overige (onafhankelijke) experts benoemen. Dit proces kan uiteraard op vele verschillende manieren worden verwezenlijkt.

Met een directe invloed van verschillende participanten op de samenstelling van de Raad zou het Nederlandse systeem zich ontwikkelen in de richting van zowel de Duitse als Amerikaanse praktijk. Het hierboven geconstrueerde benoemingsproces geeft ook enige invloed aan werknemers. Dit lijkt mij veel constructiever dan een wettelijk gedicteerd werknemersquotum, een karakteristiek van het Duitse systeem.¹¹ Ook is het handhaven van een formele scheiding tussen Raad van Besturen en Raad van Commissarissen een welkome afwijking van het Amerikaanse systeem.¹²

Het lijkt mij dat deze constructie op vrijwel alle fronten superieur is aan het huidige systeem. Het is ook in mijn ogen een politiek haalbaar voorstel, te meer daar dit het huidige structuurregime niet volledig op de helling zet. Weliswaar zouden aandeelhouders, werknemers en obligatiehouders (en eventueel andere betrokkenen) een aantal commissarissen direct kiezen, maar tegelijkertijd zou, zoals dat nu het geval is, een aantal experts gekozen worden op basis van coöptatie. Voor degenen die toch nog zouden vrezen voor polarisatie, zou de aanwezigheid van deze niet direct betrokkenen enig soelaas kunnen bieden.

5 Besluit

Tot slot moet worden opgemerkt dat met grote voorzichtigheid moet worden omgegaan met suggesties om de aansprakelijkheid van commissarissen aan te scherpen.¹³ Deze suggesties zijn bijzonder weinig creatief en werken mijns inziens binnen de huidige opzet van het structuurregime averechts. De dreiging voor commissarissen om aansprakelijk gesteld te worden, zonder dat zij op een andere wijze verantwoording moeten afleggen of consequenties ondervinden van hun gedragingen, kan namelijk leiden tot een nog onevenwichtiger disciplinerende van ondernemingen waarbij wederom het niet nemen van risico's centraal staat.

Men moet hierbij in beschouwing nemen dat een systeem van corporate governance zó moet worden opgezet dat het zichzelf zoveel als mogelijk in stand houdt en corrigeert. Als hieraan niet is voldaan en juridische dwangmaatregelen onontbeerlijk zijn, dan is er reden om het systeem kritisch te overdenken. In deze studie is onderbouwd dat het structuurregime aan revisie toe is. Hopelijk leiden de hier aangedragen argumenten en suggesties voor verbetering tot een vruchtbare en doelgerichte discussie over de toekomst van corporate governance in Nederland.

Literatuur

- Berle, A.A. en G.C. Means, (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan
- Bhide, A., (1993), The Hidden Costs of Stock Market Liquidity, *Journal of Financial Economics*, vol. 34, pp. 31-51.
- Boot, A.W.A., (1994), *De Financiering van het Bedrijfsleven: tussen Structuurregime en Financiële Sector*, Amsterdam University Press.
- Boot, A.W.A., (1992), Why Hang on to Losers: Divestitures and Takeovers, *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 1401-1424.
- Boot, A.W.A. en M.F.C.M. Wijn, (1991), Insolventie. Vermogensstructuur en Vermogensmarkt, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 65, pp. 22-32.
- Coase, R.H., (1937), The Nature of the Firm, *Economica*, vol. 4, pp. 386-405.
- Cools, C., (1993), *Capital Structure Choice: Confronting (Meta) Theory, Empirical Tests and Executive Opinion*.

- Proefschrift, Katholieke Universiteit Brabant.
- Douma, S.W., (1987), Op weg naar een Economische Organisatietheorie: Agency Theory, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 61, pp. 420-432.
- Douma, S.W., (1988), Op weg naar een Economische Organisatietheorie: de Transactie-kosten-benadering, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 62, pp. 2-11.
- Grundfest, J.A., (1990), Subordination of American Capital, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 89-114.
- Jensen, M.C., (1993), The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, vol. 48, pp. 831-880.
- Jensen, M.C., (1991), Corporate Control and the Politics of Finance, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 4, pp. 13-33.
- Jensen, M.C. en W. Meckling, (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Kester, W.C., (1992), Governance, Contracting, and Investment Horizons: a Look at Japan and Germany, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 5 (No. 2), pp. 83-98.
- Laffont, J.J. en J. Tirole, (1988), Repeated Auctions and Incentive Contracts, Investment, and Bidding Parity with an Application to Takeovers, *Rand Journal of Economics*, vol. 19.
- Moerland, P.W., (1992a), Economische Theorievorming omtrent de Onderneming (deel 1), *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 66, pp. 57-65.
- Moerland, P.W., (1992b), Economische Theorievorming omtrent de Onderneming (deel 2), *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 66, pp. 116-125.
- Pound, J., (1993), Creating Relationships between Corporations and Investors: a Introduction, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6 (No. 2), pp. 32-34.
- Prahalad, C.K., (1993), Corporate Governance or Corporate Value Added? Rethinking the Primacy of Shareholder Value, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6 (No. 4), pp. 40-50.
- Williamson, O.E., (1985), *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York: Free Press.
- Williamson, O.E., (1988), Corporate Finance and Corporate Governance, *Journal of Finance*, vol. 43, pp. 567-591.

Noten

- 1 The Economist, 30 januari 1994, en wel de speciale bijlage, p. 11, 'A survey of corporate governance'.
- 2 In niet onbelangrijke mate worden ondernemingen ook gedisciplineerd door de produktmarkten. De ondernemingen zullen immers op deze markten moeten concurreren. Daarnaast is er ook disciplinerende vanuit de toeleveringsbedrijven, en uit hoofde van regulering (zie Jensen (1991)).
- 3 Zie bijvoorbeeld de overigens excellente overzichtartikelen van Douma (1987 en 1988) en Moerland (1992a en 1992b); en ook hoofdstuk 3 in Cools (1993).
- 4 Een uitwerking van de financiële sector is opgenomen in de recentelijk bij Amsterdam University Press verschenen studie 'De financiering van het bedrijfsleven: tussen structuurregime en financiële sector' (zie Boot (1994)).
- 5 Een ander voorbeeld van een transactie-gedreven mechanisme is de 'leveraged' of 'management buy-out'; zie Pound (1993). Evenals in het geval van de vijandige overname, is ook dit mechanisme recentelijk minder van belang geworden.
- 6 Hiermee duid ik niet op misbruik van voorwetenschap, maar wel op de moeilijkheden die mogelijk beter geïnformeerde marktpartijen ondervinden in het handelen met minder geïnformeerden. Deze laatste zullen – anticiperend op hun achtergestelde positie – uitermate terughoudend zijn in het participeren in de markt.
- 7 The Economist, 6 januari 1993, pp. 11-12, 'Getting rid of the boss'.
- 8 Prahalad (1993) vermeldt dat inmiddels meer dan 60% van de uitstaande aandelen van de 200 grootste Amerikaanse ondernemingen in handen zijn van institutionele beleggers.
- 9 Zie Boot en Wijn (1991).
- 10 De werkgeversorganisaties, in hun wens om alles bij het oude te laten, hebben gesuggereerd dat 'het wankel evenwicht van de structuurvennootschap zich niet ongestraft laat verstoren' en dat zonder coöptatie 'verlamdende blokvorming' dreigt (De Volkskrant, donderdag 21 oktober 1993, p. 2, 'Wonder van Den Haag weerstaat kritiek').
- 11 Zie Kester (1992).
- 12 Een essentieel punt blijft de wenselijkheid van een goede informatievoorziening aan de Raad van Commissarissen. De communicatiekanalen naar de Raad van Bestuur zijn hiervoor onontbeerlijk. Daarnaast kan gedacht worden aan participatie van de Raad van Commissarissen in meer onafhankelijke audit comités.
- 13 Deze suggestie komt naar voren in een interview met ir. H. de Korver, voorzitter van het NCD (een belangengroepering van directeuren en commissarissen), in Het Financieele Dagblad van dinsdag 19 oktober 1993, p.9, 'Er moet een toets komen op het werk van de commissaris'. Ook internationaal wordt aangedrongen op het aanscherpen van de aansprakelijkheid van commissarissen. Zie bijvoorbeeld The Financial Times, van 25 januari 1994, p. 14, 'Risks for directors grow'.