

Corporate governance: een breder perspectief

Prof. Dr. A.W.A. Boot

THEMA

Many managers did not think of themselves as accountable - and the consequences of this failure of accountability have been serious for individuals and for the American economy.

(Uitspraak van Lawrence Perlman, CEO Ceridan Corporation)

Inleiding

Het debat over corporate governance is ook in Nederland in volle hevigheid losgebarsten. Was er tot voor kort slechts sprake van discussies over de wenselijkheid van beschermingsconstructies met Effectenbeurs en de vereniging van beursgenoteerde bedrijven (VEUO) in de hoofdrollen, inmiddels heeft het debat een veel bredere invalshoek gekregen. In zijn volle omvang betreft corporate governance de wijze waarop allerlei betrokkenen invloed kunnen uitoefenen op het ondernemingsbeleid. De groep betrokkenen is breed, immers in onze ondernemingen komen de belangen van velen samen. Zo kan men denken aan aandeelhouders, banken en werknemers, maar ook aan bedrijfsschappen, product coöperaties en consumenten (afnemers). Het debat over corporate governance raakt dan ook het hart van onze maatschappij.

Het rapport 'Corporate Governance in Nederland' van de Commissie Peters staat niet op zich zelf. Er kan gesproken worden over een ware corporate governance manie; van Cadbury-report in Engeland en Viénot Commissie in Frankrijk tot zelfs een Nederlandse overheid die ter ere van het vijftig jarig bestaan van de voormalige Rijksac-

countantsdienst inspiratie put uit het corporate governance denken en het onderwerp 'government governance' ter discussie stelt.

Ik ben blij met deze aandacht voor corporate governance. Discussies over corporate governance zijn buitengewoon nuttig. Wij dwingen ons hiermee na te denken over de inrichting van de maatschappij, en mogelijk vastgeroeste gewoontes ter discussie te stellen. Mijns inziens moeten hierbij steeds twee vragen centraal staan:

- i is de inrichting die wij kennen efficiënt. Dat wil zeggen, wordt met een zo gering mogelijk beslag op schaarse middelen een zo optimaal mogelijk resultaat bereikt?
- ii waarborgt de inrichting van de maatschappij de belangen van haar vele participanten?

Corporate governance is zo belangrijk dat nooit aan deze twee vragen voorbij mag worden gegaan. Voorgestelde veranderingen in ons systeem van corporate governance zullen dan ook altijd hieraan 'getoetst' moeten worden.

Wij hebben het geluk dat in Nederland de corporate governance discussie in alle rust kan plaatsvinden. De discussie lijkt niet ingegeven door grote misstanden (corruptie?), massale bedrijfsfaillissementen of andere incidenten die duiden op het (volledig) falen van maatschappij of ondernemingsbestuur. Overhaast ingrijpen is dan ook uit den boze.

Kortzichtige strategieën

Toch gaat men vaak kortzichtig en overhaast te werk. Zo was er het afgelopen jaar een (nieuw) compromis tussen de Vereniging voor Effectenhandel - de Beurs - en de vereniging van beurs-

Prof. Dr. A.W.A. Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam.

genoteerde bedrijven VEUO. Dit compromis leek enig uitzicht te bieden op daadwerkelijke zeggenschap voor aandeelhouders: een partij die ten minste 70% van de aandelen in zijn/haar bezit heeft, kan na een afkoelingsperiode van één jaar via de Ondernemingskamer - bij goede en zinvolle bedoelingen - zeggenschap verkrijgen. Een groot aantal ondernemingen hebben hierop prompt beschermingsconstructies geïntroduceerd die een 70% aandelenbezit onmogelijk maken. Financieringsprefs - aandelen die tegen een fractie van de beurskoers worden uitgegeven maar wel volledig stemrecht hebben - waren het tovermiddel. Dit was een fundamentele ontmanteling van de rechten van de bestaande (volwaardige) aandeelhouders. Triest is dat deze ontwikkeling volledig onnodig was en louter te danken was aan kortzichtigheid bij VEUO, Beurs en Ministerie van Financiën (die aandrang op een regeling).

De fixatie op beschermingsconstructies zoals vervat in het Beurs-VEUO compromis is namelijk een fundamenteel verkeerde invalshoek. Beschermingsconstructies zijn primair gericht op het voorkomen van vijandige overnames. Zeker in de Nederlandse verhoudingen kunnen wij het er snel over eens zijn, dat vijandige overnames ongewenst zijn. Deze maken veel kapot, en frustreren de noodzakelijke constructieve dialoog tussen ondernemingsleiding en participanten. Een juiste - en weloverwogen - aanpak richt zich op adequaat toezicht en een betere disciplinerings-mechanisme onder normale omstandigheden. Deze invalshoek zorgt er bovendien voor dat vijandige overnames als ultiem disciplinerings-mechanisme overbodig zijn. Eerst een diagnose.

Een diagnose

Wat mankeert er aan de verhoudingen in ondernemingsland?

In het NRC Handelsblad van november vorig jaar kwam ik tot de volgende diagnose:

[...] Dit brengt ons tot het echte probleem van de Nederlandse beursvennootschappen, het gebrek aan invloed van de betrokkenen (onder wie aandeelhouders) op het beleid van deze ondernemingen onder normale omstandigheden. Met normale omstandigheden bedoel ik niets anders dan een situatie waarin een onderneming niet in

financiële moeilijkheden verkeert, nog een redelijk rendement maakt en mogelijk een graantje meepikt van de gunstige conjunctuur. Dus de omstandigheden van alle dag. Wat zorgt er voor dat in een dergelijke situatie managers alert zijn, tijdig inspelen op nieuwe technologieën en markten, en mogelijk noodzakelijke harde maatregelen niet onnodig voor zich uitschuiven? Een fabuleuze, uit 1971 daterende wet - de structuurregeling - ook wel aangeduid als 'het wonder van Den Haag', bepaalt dat een autonoom opererend apparaat, de raad van commissarissen, belast is met het primaire toezicht op de ondernemingsleiding. De ondernemingsleiding legt aan deze raad verantwoording af en alléén de raad kan bestuurders benoemen en ontslaan. Het curieuze is echter dat direct belanghebbenden - zo ook aandeelhouders - geen invloed hebben op de samenstelling van deze raad; de raad vult zichzelf aan (de zogenaamde coöptatie). Deze regeling kwam voort uit een maatschappelijk krachtenveld dat weinig oog had voor de belangen van aandeelhouders. Dit stelde de politiek in staat een zwaar stempel te drukken op ondernemend Nederland. In al haar wijsheid koos zij voor een zeer harmonieus model met een paternalistische raad van commissarissen als bewaker van het algemeen belang. Deze raad werd op een dermate hoog voetstuk gezet dat het beledigend zou zijn om deze commissarissen verantwoording te laten afleggen. In de harmonieuze omgeving van destijds leek dit alles onschuldig. Maar hoe moeten we hier vandaag de dag tegen aankijken, nu concurrentie ondernemingen dwingt te vechten voor lijfsbehoud en juist het tijdig inspelen op veranderingen een onderneming haar competitive-edge geeft? Nu blijken de nadelen van dit systeem. Zo leidt de dominante en tegelijkertijd beschermde positie van de raad van commissarissen tot een grote vereenzelviging tussen raad en bestuurders. Waarom zou de raad immers een vriendelijke en ontspannen relatie met de ondernemingsleiding 'onnodig' op de proef stellen? Een raad zonder verantwoordingsplicht ontheert alertheid. De alledaagse realiteit is dat bestuurders van ondernemingen niet worden uitgedaagd door de commissarissen. En wat betekent de coöptatie voor de pluriformiteit en diversiteit van de raad? Komen er niet alleen gelijkgezinden in de raad waardoor een soort automatische consensus ontstaat in plaats

van een vruchtbare dialoog van concurrerende opvattingen? Hoe dan ook, de structuurregeling leidt tot weinig dynamiek en zet bestuurders onvoldoende op scherp.

(NRC Handelsblad 11 november 1995)

Hoewel ik overtuigd ben van de juistheid van mijn eigen (!) diagnose en ook de door de Amsterdamse Effectenbeurs ingestelde Commissie Peters deze in grote lijnen lijkt te onderschrijven, ben ik niet tevreden over de inhoudelijke kwaliteit van het debat. Een fundamenteel debat vereist gedegen studies. Jammergenoeg heeft de Commissie Peters het niet aangedurfd om dergelijke studies te entameren.

Invalshoek Commissie Peters

Toch verdient de pennenvrucht van de Commissie een genuanceerde beoordeling. Ik zou ernstig tekort schieten als ik mij zou beperken tot het becommentariëren van de concrete aanbevelingen van de Commissie; allereerst is namelijk een oordeel noodzakelijk over de door de Commissie gekozen invalshoek. De Commissie wenst primair een grotere rol voor aandeelhouders. De vraag is of dit juist is en of hiermee voldoende recht wordt gedaan aan de problematiek van corporate governance.

De commissie richt zich op de efficiëntie van het systeem van corporate governance, dus op de eerste vraag. Het waarborgen van de belangen van andere participanten is schijnbaar voor haar secundair (vraag twee); op generlei wijze rept zij over de rol van andere participanten (dan aandeelhouders). Met enige fantasie zouden de vele aanbevelingen die gericht zijn op het vastleggen van fatsoensnormen voor commissarissen en bestuurders geïnterpreteerd kunnen worden als zijnde in het belang van alle participanten. Hoe dan ook, zij kiest voor een erg eenzijdige, en 'enge' benadering van het corporate governance vraagstuk. Hierover later meer.

Wat valt er te zeggen over de concrete aanbevelingen van de Commissie? De belangrijkste aanbevelingen betreffen het 'vlot trekken' van de in de ogen van de Commissie ingeslapen Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA). De Commissie merkt op dat bestuurders eindelijk

aandeelhouders serieus moeten gaan nemen, en de AVA een forum moet zijn 'waar de Raden van Commissarissen en van Bestuur verslag doen van en verantwoording afleggen over de wijze waarop zij hun taken hebben vervuld'. Zij formuleert hiertoe ook een lijst van 'toetspunten' waarop aandeelhouders daadwerkelijk invloed zouden moeten hebben. Deze lijst is niet gering; aandeelhouders zouden invloed moeten hebben op onder meer het strategisch beleid, majeure wijzigingen in aard en omvang van de onderneming, het dividendbeleid en wijzigingen in de vermogensverhoudingen.

Zijn aandeelhouders te mobiliseren?

De Commissie richt zich volledig op de *mobilisatie* van aandeelhouders. Zij stelt echter aandeelhouders géén machtsmiddelen in het vooruitzicht, en komt louter met de suggestie dat aandeelhouders macht kunnen ontfangen aan het feit dat de ondernemingsleiding en commissarissen zonder het vertrouwen van aandeelhouders niet zouden mogen blijven zitten. Hoewel ik een dergelijk principieel standpunt toejuich, is het tegelijkertijd een wel erg wankel basis voor de invloed van aandeelhouders.

Het niet onderkennen van de noodzaak van zeggenschap (dus machtsmiddelen) voor aandeelhouders is een fundamentele tekortkoming in de analyse en aanbevelingen van de Commissie. De Algemene Vergadering van Aandeelhouders kan slechts dan een forum zijn voor een serieuze gedachtewisseling tussen ondernemingsleiding, commissarissen en aandeelhouders als deze aandeelhouders ook daadwerkelijk enige invloed hebben. Alleen dan hebben aandeelhouders belang bij hun betrokkenheid.

De onlosmakelijke link tussen betrokkenheid en bereidheid tot mobilisatie enerzijds en machtsmiddel anderzijds kan worden onderbouwd met bevindingen uit de economische theorie. De economische theorie laat zien dat machtsmiddelen - bijvoorbeeld een recht voor aandeelhouders om een commissaris naar huis te sturen - leiden tot een dramatische vermindering van de kosten verbonden aan effectief toezicht. Deze kostenvermindering wordt langs twee wegen bereikt. Enerzijds zal een onderneming die weet dat aandeelhouders kunnen ingrijpen er belang bij

hebben om zo optimaal mogelijk met deze groep participanten te communiceren. Immers, een goede communicatie vermindert verrassingen en zorgt er ook voor dat bij een tegenvallend bedrijfsresultaat de aandeelhouders beter kunnen beoordelen of de schuld ligt bij het management (of commissarissen) dan wel bij exogene factoren. Dit voorkomt het ten onrechte in stelling brengen van het machtsmiddel. Anderzijds vindt een kostenvermindering plaats omdat aandeelhouders op een veel effectievere wijze hun toezicht kunnen organiseren. Zonder echte machtsmiddelen zouden ze door middel van constante pressie (en toezicht) op de onderneming enige invloed moeten zien af te dwingen, terwijl met een machtsmiddel zij kunnen volstaan met incidenteel toezicht. Dit laatste geldt temeer als het machtsmiddel voldoende wordt gevreesd. In dat geval kan namelijk een lage frequentie van toezicht - met dito weinig kosten - volstaan.

In een andere context valt deze problematiek als volgt te illustreren. In ons rechtssysteem worden straffen uitgedeeld aan veroordeelden. Vanuit de veroordeelde bezien heeft een straf misschien weinig zin: het delict heeft plaatsgevonden, en daar kan een straf niets meer aan veranderen. Een belangrijke rol van het toch opleggen van straffen is het mogelijke afschrikkingseffect op *anderen*. Hiermee wordt voorkomen dat een leger politieagenten nodig is voor *permanent* toezicht in plaats van een beperkter aantal voor *incidenteel* toezicht. Een mooi voorbeeld zijn alcoholcontroles. Bij zwaardere straffen volstaat een minder frequente controle zonder dat wij allen dronken achter het stuur plaatsnemen.

Als aandeelhouders ondanks het gebrek aan machtsmiddelen toch invloed nastreven (wat ze, gezien de kosten, *niet* zullen doen!) dan ontstaan er weer andere problemen. Permanent toezicht is dan nodig. Dit zou echter de objectiviteit van de aandeelhouders kunnen aantasten; de aandeelhouder wordt mogelijk de onderneming 'ingezogen' in zijn ijver om toch voldoende invloed te bewerkstelligen. Daarmee staat ook de autonomie van het management onder druk. Dit lijkt niet een gewenste ontwikkeling; de autonomie van het management en de objectiviteit van de belegger zijn beter gewaarborgd bij (effectief) incidenteel toezicht. Het is echter veel waarschijnlijker dat de hoge kosten/effectiviteit-ratio aandeelhouders zal

belemmeren actief te participeren. Het is dan ook niet verrassend dat grote Nederlandse institutionele beleggers zich al sceptisch hebben uitgelaten over de nu van hen verlangde actieve opstelling.

Free-rider problemen en liquiditeit

Naast deze problematiek speelt ook dat het gespreide bezit van aandelen 'free-rider' problemen met zich mee zal brengen. Wie kiest ervoor om een actieve dialoog aan te gaan met een onderneming (met mogelijk grote persoonlijke opofferingen), als alle mede-aandeelhouders gelijk delen in de voordelen, maar niet in de lasten? Dit is een veel besproken probleem dat met name in de jaren tachtig veel aandacht heeft gekregen. De Harvard econoom Michael Jensen sprak zelfs in dit verband over 'the end of the public corporation'. Toenmalige excessen zoals *management buy-outs* waarbij het management zich met heel veel geleend geld alle aandelen toe-eigende, werden dan ook geïnterpreteerd als een oplossing voor de 'free-rider' problemen van gespreid aandelenbezit. Toch is dit voor de Nederlandse situatie veel minder relevant. Wij hebben grote institutionele beleggers, en mede daardoor een nogal geconcentreerd aandelenbezit. Hiermee staat de weg voor meer aandeelhoudersactivisme in elk geval open.

Een ander probleem betreft het spanningsveld tussen liquiditeit en aandeelhoudersactivisme. In een artikel in de *Journal of Financial Economics* in 1993 benadrukte Amir Bhidé dat de markt er huiverig voor kan zijn om met 'actieve' aandeelhouders te handelen. Deze hebben immers een mogelijke informatie-voorsprong, en wie wil er nu handelen met een beter geïnformeerde belegger? Een consequentie kan zijn dat aan aandeelhouderactivisme nog een extra kostenpost vast zit, namelijk een vermindering van verhandelbaarheid (dus liquiditeit) van de beleggersportefeuille van de actieve belegger. Dit is inderdaad een mogelijkheid, maar merk op dat die problematiek minder klemmend is bij grote openheid en communicatie. In dat geval zal immers veel meer informatie beschikbaar zijn, en deze zal waarschijnlijk ook 'eerlijker' verdeeld zijn. Dit ondersteunt onze voorafgaande opmerkingen. Zoals we zagen was het voor openheid noodzakelijk dat aandeelhouders een daadwerkelijk machtsmiddel hebben. Bovendien zal het incidenteel toezicht dat dan

mogelijk is een grotere afstandelijkheid garanderen. Een informatie-voorsprong bij de 'actieve' belegger sec wordt daarmee minder waarschijnlijk. Dus ook dit argument noodzaakt tot daadwerkelijke zeggenschap bij de aandeelhouder.

Daarnaast kunnen vele Nederlandse institutionele beleggers (bijvoorbeeld pensioenfondsen) zich richten op de lange termijn. Voor zover dit betekent dat zij weinig tussentijdse aanpassingen hoeven te maken in hun portefeuille is het liquiditeitsprobleem minder relevant. Wederom komt hieruit de suggestie naar voren dat aandeelhouderactivisme wel degelijk een kans heeft in de Nederlandse omgeving.

Een voorstel

De Commissie zal er niet aan ontkomen de werkelijke bron van gebrek aan aandeelhouderactivisme te lijf te gaan. Het geven van daadwerkelijke bevoegdheden aan aandeelhouders vereist aanpassing van de structuurregeling, zie ook mijn eerdere diagnose. Er is echter zeker geen revolutionaire omwenteling nodig. De veranderingen moeten leiden tot een verantwoordingsplicht van commissarissen en een grotere pluriformiteit en diversiteit in de samenstelling van de raad. Hiervoor is het noodzakelijk dat verschillende participanten in de onderneming invloed hebben op deze samenstelling.

Het is niet mijn bedoeling om de raad uit blokken van direct belanghebbenden te laten bestaan. Dit zou kunnen uitnodigen tot polariserende en verlammende belangentegenstellingen. Het benoemingsproces kan de kans hierop minimaliseren. Ik stel mij voor, denkend binnen de Nederlandse traditie om de benoeming van de raad op te dragen aan een speciale commissie. Daarin kiezen de participanten (zowel aandeelhouders als andere belangrijke participanten in de onderneming) hun vertegenwoordigers. De commissie moet een unanieme voordracht doen voor een commissaris. Op deze wijze zijn de verlammende belangentegenstellingen uitgevochten in de benoemingscommissie, terwijl de raad wel direct door de belanghebbenden wordt samengesteld.

Ook is het in deze constructie mogelijk om

zoveel als mogelijk van het oude systeem te behouden. Zo zou men via de benoemingscommissie 60% van de raad kunnen samenstellen en 40% door de voorgedragen 60% laten coöpteren. Dit zou een manier zijn om ook onafhankelijke experts in de raad te krijgen. Binnen een op een dergelijke wijze samengestelde raad zullen - veel meer dan nu het geval is - verschillende opinies naar voren komen waardoor een ieder gedwongen wordt zich in het ondernemingsgebeuren te verdiepen. Verder staat buiten kijf dat verantwoording moet worden afgelegd. Dit betekent dat commissarissen door de belanghebbenden kunnen worden weggestuurd.

Deze suggesties geven aandeelhouders concrete zeggenschap, maar tegelijkertijd is er een rol ingebouwd voor andere belangrijke participanten (zoals de werknemers). Hiermee worden meerdere tekortkomingen in het rapport van de Commissie Peters gecorrigeerd.

Slot

Maar zelfs met bovenstaande suggesties blijft er een belangrijk punt van kritiek over. Hoe krijgen wij een werkelijk fundamenteel debat? Een fundamenteel debat over corporate governance vereist gedegen studies met concurrerende visies. Zo was er dit voorjaar een studie van het Centraal Planbureau, dat zich zeer negatief uitliet over het functioneren van onze raad van commissarissen. Meerdere studies zijn echter nodig. Juist op het vraagstuk van corporate governance is geen voortgang mogelijk zonder strijd tussen opvattingen en visies!

In mijn optiek is een actieve rol van de overheid onmisbaar. Alleen zij kan voldoende neutraliteit opleggen aan het debat. Beurs en andere direct betrokkenen zijn te zeer gevangen door het establishment. In ieder geval is duidelijk geworden uit het werk van de Commissie Peters dat er problemen zijn die opgelost moeten worden. De overheid zou hierop moeten insprijgen. Ik hoop dat de concrete suggesties en analyses in mijn bijdrage een vruchtbare inbreng zijn in het debat, en ook een aanzet kunnen zijn tot verbeteringen in het rapport van de Commissie Peters.