

Sterke en zwakke vormen van marktwerking bij de financiering en het bestuur van bedrijven¹

1. Inleiding

Hoewel in veel voorbeelden gedaan wordt alsof op de markt natuurlijke personen elkaar treffen, zijn het in de praktijk vaak rechtspersonen die met elkaar in aanraking komen. In de laatste eeuw is het belang van rechtspersonen sterk toegenomen.² Natuurlijk worden deze rechtspersonen in hun handelingen vertegenwoordigd door natuurlijke personen. Het probleem dat nu kan ontstaan is dat de personen die de rechtspersoon vertegenwoordigen (het bestuur of de directie) in hun handelingen onvoldoende rekening houden met de belangen van andere bij de rechtspersoon betrokken partijen. De relatie tussen het bestuur en de andere bij de rechtspersoon betrokken partijen kan in meer of mindere mate op een 'marktvormige' wijze geregeld worden.

Een belangrijke rechtspersoon in het economisch verkeer is de naamloze vennootschap. Een wezenskenmerk van de naamloze vennootschap is dat bestuur gescheiden is van eigendom, zodat de hierboven genoemde problemen kunnen ontstaan in de relatie tussen directie en andere partijen (met name de aandeelhouders). De laatste decennia is er een toenemende roep om de verhouding tussen directie en aandeelhouders op een meer marktconforme wijze te regelen. Zo wordt erop aangedrongen dat de wet gaat eisen dat de ondernemingsleiding meer informatie verschaft en dat ze bij belangrijke beslissingen (zoals de reactie op een vijandig overnamebod) meer rekening houdt met de belangen van aandeelhouders. Een beoogde

gedragsverandering is dat het bestuur meer gaat sturen op aandeelhouderswaarde. Dat wil zeggen: meer oog krijgt voor de effecten van haar beleid op het door de aandeelhouders te verkrijgen rendement, bestaande uit koerswinst en rendement.

Ook in Nederland zijn verschillende voorstellen gedaan om de directies van bedrijven tot meer transparantie te bewegen. Met name door de commissie-Peters die in 1997 aanbevelingen heeft gedaan omtrent het bestuur van vennootschappen, is aangedrongen op meer openheid met betrekking tot onder meer de beloning van de leden van de directie en van de leden van de Raad van Commissarissen.³ Verder is momenteel (2002) wetgeving in voorbereiding met als doel het invoeren van een wettelijke verplichting tot het uitbrengen van een bod op alle aandelen door degene die de controle verwerft over een vennootschap.⁴ Tot nu toe is het mogelijk dat een partij een meerderheid krijgt zonder in het bezit te zijn van alle aandelen. Dit opent de mogelijkheid dat minderheidsaandeelhouders worden benadeeld.

Er is kritiek op deze ontwikkeling in de richting van een wetgeving die een financiële markt en met name een aandelenmarkt ondersteunt. De critici zijn vooral bezorgd over het effect dat een dergelijke wetgeving zal hebben op het gedrag van bestuurders van bedrijven. Naar hun mening zullen managers van bedrijven zich te veel gaan richten op het creëren van waarde voor de aandeelhouders.⁵ Dat zou leiden tot een kortzichtig beleid, met te veel aandacht voor fusies, overnames en saneringen en te weinig voor de groei van de onderneming op lange termijn. Kortom, de toenemende invloed van de financiële markten ondermijnt naar hun mening de gezondheid van het bedrijfsleven. Een andere kritiek is dat een systeem zoals dat in de Verenigde Staten geldt, leidt tot exorbitante inkomsten van de managers, wat met name mogelijk wordt gemaakt door de optieregelingen. Hiertegenover staat dat minister Vermeend heeft voorgesteld om de rol van aan-

deelhouders juist te laten toenemen om de beloningen van managers te beteugelen.

In deze bijdrage ga ik dieper in op de reden waarom in Nederland (en in sommige andere continentaal-Europese landen) gestreefd wordt naar wetgeving die de invloed van aandeelhouders laat toenemen en daarmee de mogelijke rol van financiële markten kan bevorderen. De mogelijke effecten op het gedrag van bestuurders worden hier niet (of hooguit zijdelings) behandeld. De reden hiervoor is dat het veronderstelde gedrag (nog) niet algemeen door de wetenschap aanvaard wordt. Vaak kan tegen een argument of tegen een voorbeeld ter ondersteuning van de hypothese dat een grote rol van aandeelhouders schadelijk is, een tegenargument worden ingebracht. Zo kan, bijvoorbeeld, tegen de stelling dat de genoemde ontwikkeling leidt tot exorbitante salarissen ingebracht worden dat een systeem waarin aandeelhouders minder rechten hebben, vaak meer mogelijkheden biedt om op niet-openbare wijze middelen door te sluizen naar de grootaandeelhouder (die vaak ook deelneemt aan het bestuur).⁶ Zelfverrijking is zowel mogelijk in een systeem waarin aandeelhouders weinig als in een systeem waarin ze veel rechten bezitten. Het verschil is alleen dat in het ene geval de zelfverrijking in de openbaarheid komt en in het andere geval niet of veel minder.

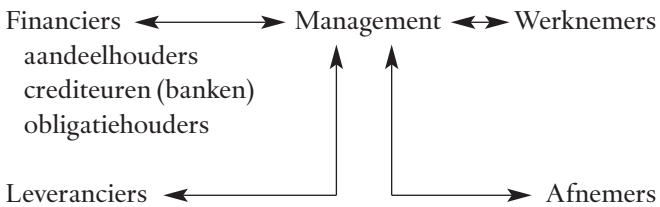
Dit hoofdstuk beperkt zich niet tot Nederland. Deze keus heeft de volgende redenen. Door de systemen van meerdere landen (kort) te beschrijven wordt beter duidelijk welke rol de markt kan spelen. Bovendien biedt dit een goede mogelijkheid om te illustreren hoe men in veel van deze landen probeert de te grote of juist te kleine invloed van marktkrachten te compenseren. Vervolgens zal een belangrijke vraag besproken worden, namelijk hoe elk van de systemen past in het nationale waardesysteem. De bijdrage wordt besloten met een beschouwing over de mogelijke richting waarin binnen de Europese Unie de ontwikkelingen zullen gaan. Maar allereerst wordt een korte

schets gegeven van het probleem dat bij het besturen van een vennootschappelijke onderneming opgelost moet worden.

2. Het probleem

De problemen die in deze bijdrage centraal staan zijn terug te voeren op de scheiding die er in moderne naamloze vennootschappen bestaat tussen de leiding en het eigendom. Door deze scheiding ontstaat de mogelijkheid van een belangenconflict en van opportunistisch gedrag. Teneinde de laatstgenoemde problemen te voorkomen dienen afspraken gemaakt te worden over de omgangsvormen voor de bij de vennootschap en onderneming betrokken belanghebbenden. Dit zijn 'een aantal regels voor goed bestuur en goed toezicht en regels en verdeling van taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden die een evenwichtige invloed bewerkstelligen van bij de vennootschap en haar onderneming betrokkenen'.⁷ Dit geheel van afspraken en regels wordt gevat in het begrip *corporate governance*. In de meest enge definitie van het begrip *corporate governance* beperkt men zich tot de relatie tussen het management en de financiers van het bedrijf. In een groot deel van de literatuur worden ook andere partijen die een band met het bedrijf hebben, de zogenoemde *stakeholders*, in de beschouwing betrokken. Teneinde aan alle visies op *corporate governance* recht te doen, zullen we in deze bijdrage deze andere *stakeholders* ook betrekken, al zal de nadruk liggen op de relatie tussen de financiers en het management. De onderstaande figuur geeft de relaties aan die kunnen worden onderscheiden.

Figuur: *De partijen en hun relaties*



Verderop zullen we zien dat in een aantal landen, waaronder Nederland, er nog een Raad van Commissarissen bestaat, die toezicht dient te houden op het management. Omdat de Commissarissen niet direct belanghebbenden zijn, is de Raad van Commissarissen niet als een partij in het schema opgenomen.

Aangenomen wordt dat vertegenwoordigers van elk van de partijen recht hebben op een redelijke vergoeding voor de door hen geleverde prestaties, waarbij ook het gelopen risico in de beschouwing wordt betrokken. Voor aandeelhouders betekent dit een vergoeding in de vorm van dividend en koersstijging die gemiddeld genomen hoger zal moeten zijn dan de rentevergoeding die crediteuren ontvangen. Aandeelhouders lopen immers het risico dat ze geen dividend ontvangen, een koersverlies lijden of zelfs al hun geld kwijtraken als de onderneming faillieert. Voor crediteuren is dit risico minder groot, al kunnen ook zij bij een faillissement (een deel van) hun geld verliezen. Managers en werknemers hebben recht op een vergoeding voor de door hen geleverde arbeid, waarbij deze vergoeding in relatie kan staan tot het succes van hun prestaties. Over de wenselijkheid van dit laatste verschillen overigens de meningen (zie hieronder). Daarnaast zullen deze partijen ook waarde hechten aan andere factoren die met hun werkzaamheden verband houden: zelfstandigheid, ont-plooiingsmogelijkheden e.d. Tenslotte wordt van het geheel verwacht dat het een hoger doel (economische groei en continuïteit) bevordert. In dit verband is het met

name van belang dat de juiste projecten worden geselecteerd en dat men niet te lang vasthoudt aan onrendabele investeringen die geen toekomst hebben. Samenvattend kunnen we de volgende doelstellingen van de verschillende partijen onderscheiden:

Financiers: een zo hoog mogelijk rendement dat is gerelateerd aan het gelopen risico, zekerheid dat het geld gebruikt wordt voor het doel waarvoor het is bedoeld, dan wel bevoegdheden om dit af te dwingen.

Management: adequate beloning, een zekere mate van onafhankelijkheid in het handelen, aanzien vaak tot uiting komend in het voeren van het management van een grote onderneming.

Werknemers: adequate financiële beloning, arbeidsvreugde, zekerheid omtrent de duur van de arbeidsrelatie.

Als centrale waarde is hier in het geding dat ieder van de partijen, in redelijkheid en in evenredigheid van zijn of haar belang, deelt in de opbrengst en bovendien in staat is zijn of haar belang naar voren te brengen.

Het probleem is nu, dat in principe elk van de actoren zodanig het eigen belang kan najagen dat het belang van de anderen in gevaar komt en dat niet aan de centrale waarde voldaan wordt. De mogelijkheid de anderen af te troeven doet zich voor omdat niet iedereen over dezelfde informatie beschikt en de doelen van de partijen niet dezelfde zijn. Met name het management dat als een spin in het web zit, heeft de mogelijkheid de anderen af te troeven. Het management weet veel beter dan de financiers welke de sterke en zwakke onderdelen van het bedrijf zijn. Deze informatie-asymmetrie leidt tot twee problemen, namelijk *adverse selection* en *moral hazard*. *Adverse selection* doet zich voor voordat men een beslissing neemt. Stel een bedrijf heeft geld nodig. Dit geld zal gemakkelijker verkregen kunnen worden wanneer de vooruitzichten van het bedrijf goed zijn dan wanneer deze niet al te rooskleurig zijn. Voor de ondernemingsleiding ontstaat de neiging de

toekomst van het bedrijf mooier voor te stellen dan deze in werkelijkheid is. Door het achterhouden van informatie hoopt ze meer en tegen gunstiger voorwaarden financiering te realiseren. *Moral hazard* ontstaat nadat de beslissing al is genomen. Heeft de onderneming de financiële middelen verkregen, dan is nog niet zeker dat de leiding deze ook gaat gebruiken voor de financiering van de voorgestelde projecten. Ze kan de neiging krijgen om de verkregen financiën tenminste voor een deel te gebruiken om zichzelf te verrijken. Bijvoorbeeld door meer kosten te maken dan nodig is, of door overnames te doen die niet zozeer het rendement verhogen maar wel het aanzien van de bestuurder omdat deze laatste beslissingsmacht krijgt over een groot concern (*empire building*).

Een ander probleem doet zich voor wanneer een partij voor het aangaan van een contract een specifieke investering moet doen die moeilijk aan derden te verkopen is. Dit is het zogenoemde *hold up*-probleem. Bijvoorbeeld, een werknemer dient voor de uitoefening van zijn beroep in een bepaald bedrijf een specifieke training te volgen. Buiten dit bedrijf zijn er weinig tot geen andere werkgevers die gebruik maken van deze kennis of vaardigheden. Als nu de werknemer zelf de kosten betaalt voor deze training, dan loopt hij het risico dat nadat hij de training afgerond en de kosten betaald heeft, de werkgever hem alsnog niet aanstelt. Betaalt de werkgever de kosten van de training, dan loopt deze het risico dat de werknemer alsnog naar een ander bedrijf vertrekt, zodat de investering niet terugverdiend kan worden. Hierdoor ontstaat er een patstelling waarbij noch werkgever noch werknemer bereid is de kosten van de training te dragen, zodat er macro-economisch gezien minder geïnvesteerd wordt dan eigenlijk zou moeten.

Tot nog toe hebben we ons geconcentreerd op de relaties tussen de in de Figuur onderscheiden groepen en verondersteld dat deze groepen op zich een geheel vormen. In werkelijkheid is dit niet zo. Met name geldt, dat binnen de

groep aandeelhouders er aandeelhouders met grote en met kleine pakketten aandelen kunnen zijn. Hoe valt nu te voorkomen dat de grootaandeelhouders hun macht misbruiken? Ook binnen de groep crediteuren kunnen er conflicten ontstaan, met name tussen banken aan de ene kant en obligatiehouders aan de andere kant. Als verschaffers van vreemd vermogen verstrekken de banken hun geld in de vorm van leningen. Met name wanneer een bedrijf slecht draait, zullen de banken deze leningen alleen verstrekken als ze onderpand zoals gebouwen e.d. als garantiestelling krijgen. Dit kan ten koste gaan van de obligatiehouders. Gaat namelijk het bedrijf failliet, dan kunnen de banken het onderpand opeisen en dit verkopen om alsnog hun vordering (deels) te incasseren. Maar voor de obligatiehouders betekent dit, dat het gevaar groot wordt dat ze bij het faillissement niets van hun vordering terugzien. Bijgevolg lopen ze bij een faillissement een vergelijkbaar risico als de aandeelhouders. Met name doet zich dit probleem voor als het onderpand aan de banken verstrekt is nadat de obligaties uitgegeven zijn.

Een groot deel van de bovengenoemde problemen ontstaat, doordat de bestuurder niet alle belanghebbenden vertegenwoordigt. In feite bestuurt hij of zij in opdracht van de belanghebbenden. Dit is het zogenoemde *agency*-probleem, dat ook in de bijdrage van Van Gestel kort besproken wordt. De bestuurder is dan de agent die namens de belanghebbende (de principaal) beslissingen neemt. In de literatuur worden drie middelen onderscheiden, waarmee dit probleem bestreden kan worden. Allereerst kan de principaal toezicht houden en formele controlesystemen in het leven roepen om te voorkomen dat de agent zijn macht misbruikt. Dit verschijnsel staat bekend als *monitoring*. Ten tweede kan de agent laten zien dat hij bij zijn beslissingen rekening houdt met de belangen van de principaal. Hiertoe verschaft hij informatie over zijn activiteiten en de resultaten daarvan. Deze activiteiten staan bekend onder *bonding*. Ten derde kan men door middel

van een contract in bepaalde vooraf omschreven omstandigheden de vrijheid van handelen van de agent beperken. Een voorbeeld van dit laatste is het verlenen van onderpand bij het aangaan van een lening. Mocht de onderneming failleren, dan heeft de ondernemingsleiding niet meer de vrijheid het onderpand te verkopen maar valt het recht van verkoop toe aan de verstrekker van de lening.

3. Twee hoofdvarianten van *corporate governance*-systemen

Nadat hierboven het probleem en de mogelijke instrumenten voor een oplossing kort zijn geschetst, zal nu besproken worden op welke wijze in verschillende industriële landen vorm is gegeven aan de besturing van vennootschappelijke ondernemingen; in het bijzonder de relatie tussen het management en de financiële *stakeholders*. In de literatuur worden onder verschillende namen twee typen van systemen voor het financieren en besturen van bedrijven onderscheiden. Gebruikte namen zijn: het outsider-versus het insider-model, markt versus blokhouderssysteem, Angelsaksisch versus continentaal of Rijnlands model, en *arm's-length*-financiering versus *relationship*-financiering.⁸ Het laatste koppel namen geeft naar mijn mening het best de karakteristieke verschillen tussen de beide systemen weer, al zullen we zien dat de tweedeling 'outsider versus insider' ook vaak goed de situatie typeert. In elk van de genoemde koppels refereert de eerste term aan een systeem waarin management en financiers op grote afstand van elkaar functioneren; de tweede term refereert aan een stelsel waarin nauwe relaties bestaan tussen de ondernemingsleiding en financiers. Het gevolg hiervan is, dat bij de processen van *monitoring* en *bonding* in het eerste systeem in principe uitsluitend gebruik gemaakt wordt van publiekelijk beschikbare informatie, terwijl in het tweede systeem ook veel informatie via per-

soonlijke relaties verworven wordt. Hieronder worden beide systemen kort besproken, waarbij met name aandacht zal uitgaan naar de wijze waarop men bij de vormgeving van het systeem rekening heeft gehouden met de problemen van *adverse selection*, *moral hazard* en *hold up*. Tevens besteden we aandacht aan de vraag of er een onafhankelijk toezicht op de leiding is, en welke rol werknemers in het beslissingsproces van de onderneming hebben.

4. Financiering op afstand

Financiering op afstand komt met name in de Angelsaksische landen voor. Voorbeelden zijn de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Canada en Australië. In een systeem waarbij de financiering van investeringen merendeels gebeurt door middel van *arm's-length*-financiering verkrijgen de ondernemingen een groot deel van hun financiële middelen door het op de effectenmarkten uitgeven van aandelen en obligatieleningen. Kenmerkend voor deze wijze van financiering is dat de financiers van het bedrijf geen directe invloed op de leiding hebben, vandaar de naam *arm's-length*-financiering (financiering op afstand). Veelal zijn de aandelen in handen van veel kleine beleggers.

Teneinde het probleem van *adverse selection* op te lossen zijn er uitvoerige eisen met betrekking tot de externe verslaggeving. Deze regels schrijven dwingend een bepaald systeem van verslaglegging voor. Vaak kan een bedrijf niet volstaan met een jaarverslag maar moet er ook elk kwartaal een verslag worden opgemaakt. Alle informatie over een op de beurs genoteerd bedrijf is openbaar op te vragen en in te zien op de *website* van het *Security and Exchange Committee*. Daarnaast bestaan er zogenoemde *rating-firma's*, die de boeken van de bedrijven onderzoeken en uitvoerige vragenlijsten aan het management voorleggen.

Op grond van deze informatie wordt aan de meeste bedrijven een *rating* gegeven. Dit is een kwalificatie van de kredietwaardigheid van het bedrijf. De individuele belegger die zelf geen tijd heeft alle informatie te verwerken kan zijn beslissing op deze *rating* baseren.

Er bestaan verschillende mechanismen om het probleem van *moral hazard* te voorkomen. Een crediteur (obligatiehouder) die de leiding inadequaat vindt en bang is dat de waarde van zijn claim hierdoor zal verminderen, rest maar één middel en dat is het op de effectenmarkt verkopen van zijn obligaties. Naast de verkoop van zijn bezit aan aandelen kan de aandeelhouder tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) zijn stem laten horen en pleiten voor veranderingen in het beleid of in de personele bezetting van de leiding. In het algemeen geldt de regel *one share, one vote*, zodat in principe elke aandeelhouder naargelang zijn belang bij de onderneming stemrecht heeft. Een slecht management zal met name tot uitdrukking komen in een lagere koers van het aandeel. Hierdoor wordt het bedrijf, zoals gezegd, goedkoop en een mogelijke prooi voor een vijandige overname. In dit systeem is een vijandige overname een relatief veel gebruikte methode om het management te corrigeren. Om de bedrijfsleiding te prikkelen tot het nemen van de voor het bedrijf juiste beslissingen, wordt een deel van het salaris vaak afhankelijk gemaakt van de prestaties van het bedrijf, zoals die tot uiting komen in de aandelenkoers. Een veel gebruikt middel is het geven van opties op aandelen aan de managers.

Tevens bestaat er een uitvoerige wetgeving met betrekking tot de handel in aandelen met voorkennis. Dit is streng verboden. De reden is dat het systeem drijft op de bereidheid van elke (ook de kleine en de nieuwe) belegger om zijn geld in aandelen te steken. Deze bereidheid zou sterk afnemen als men de indruk zou krijgen dat bepaalde partijen zouden worden voorgetrokken, zoals managers van het bedrijf of aandeelhouders met grote pakketten aandelen.⁹

Het hoogste bestuursorgaan bestaat uit een *Board*. Sommige leden van deze *Board* hebben een uitvoerende taak, andere een toezichthoudende. Een onafhankelijk toezicht-houdend orgaan bestaat er niet. Deze structuur is bekend als de *one-tier Board*. Werknemers hebben in het algemeen geen medebeslissingsrecht voor wat betreft het bestuur van de onderneming.

De wetgeving met betrekking tot het ontslaan van werknemers is vrij soepel. Dus op het eerste gezicht zijn er weinig voorzieningen om het *hold up*-probleem te voorkomen. Dit leidt ertoe dat veel productie minder specialis-tisch is dan in landen waar een dergelijke bescherming wel geboden wordt. Daar staat tegenover dat het betrekkelijk eenvoudig is om zelf een onderneming op te zetten. Bijge-volg kan gesteld worden dat binnen een bestaande organi-satie het *hold up*-probleem niet adequaat is opgelost maar dat, doordat het gemakkelijk is risicodragend kapitaal aan te trekken, er wel relatief veel mogelijkheden zijn om door middel van een eigen bedrijf in de eigen ontwikkeling te investeren.

Hoewel ontslag vrij gemakkelijk verleend kan worden, staat hier tegenover dat elke ontslagen werknemer een uit-kering ter hoogte van een aantal maanden (meestal mini-maal zes) salaris dient te ontvangen. Aangezien in deze landen de arbeidsmarkt erg flexibel is, lukt het de meeste werknemers wel om binnen deze zes maanden een nieuwe baan te vinden. Deze baan hoeft wat betreft functie en werkzaamheden niet aan te sluiten bij de vorige. Men aan-vaardt soms werk in heel verschillende branches. De ont-slaguitkering is dan veelal een voldoende grote buffer om de tijd tot de volgende baan te overbruggen. Men zou kun-nen stellen dat de belangen van de werknemer worden beschermd door een flexibele arbeidsmarkt en een redelijk riant uitkering bij ontslag.

In wezen heeft men een sterk instrumentalistische kijk op de onderneming. De onderneming is een instrument voor de aandeelhouder om rendement te halen en voor de

leiding en de werknemer om een goede beloning voor hun inspanningen te verkrijgen. Loopt het minder, dan neemt men weer afscheid van elkaar: de aandeelhouder verkoopt zijn aandeel en de werknemer zoekt een andere betrekking. In dit systeem heeft de outsider relatief veel mogelijkheden.

5. Financiering via relaties (netwerken)

Een andere wijze om een naamloze vennootschap te financieren verloopt door middel van relaties. Een extreme vorm hiervan is de situatie waarin een familie grootaandeelhouder van een bedrijf is. Deze vorm komt in Italië en in mindere mate in Frankrijk veel voor. Ook conglomeraten (groepen van bedrijven met onderlinge participaties) komen daar relatief veel voor. Een andere vorm, die in Duitsland tot nog toe veel gebruikt is, bestaat eruit dat banken een substantieel deel van het aandelenpakket bezitten of hierover stemrecht uitoefenen.¹⁰ Kenmerkend voor het aandeelhouderschap is dat de aandeelhouders een hechte band met het bedrijf hebben en dat relatief weinig aandelen op de financiële markten verhandeld worden. Eenzelfde patroon valt ook waar te nemen met betrekking tot de verschaffers van vreemd vermogen. Op de markt verhandelde obligaties zijn onbelangrijk. Veel belangrijker zijn de leningen die de banken direct met de bedrijven afsluiten.

Kenmerkend is dus de nauwe verwevenheid tussen financier en bedrijf, vandaar de naam financiering via relaties. De aandeelhouder heeft vaak een redelijk grote invloed op het beleid van de onderneming. In het geval van grootaandeelhouders (families) komt het regelmatig voor dat een lid van de familie de leiding van het bedrijf voert. In Duitsland levert de belangrijkste bank vaak de voorzitter van de Raad van Commissarissen (*Aufsichtsrat*). De nauwe betrokkenheid van de aandeelhouders bij de onderne-

mingsleiding vormt een mechanisme om de problemen van *adverse selection* en *moral hazard* te ondervangen. De (groot)aandeelhouder heeft genoeg informatie tot zijn beschikking om de plannen van het management op waarde te kunnen schatten. Mochten de aandeelhouders vinden dat het beleid van het management niet juist is, dan kunnen ze dit vrij direct en informeel aan de leiding kenbaar maken. Uiteindelijk kunnen ze zelfs beslissen de leiding te vervangen. Het management wordt dus direct gecontroleerd. Hierdoor bestaat er geen behoefte om het management via resultaatafhankelijke beloning te prikkelen. Daar komt nog bij dat belangrijke beslissingen niet door het management alleen zijn genomen maar in nauw overleg met de eigenaren van het bedrijf en in Duitsland met de ondernemingsraad. Er bestaat dus een gedeelde verantwoordelijkheid. Alleen het management belonen of bestraffen voor de resultaten zou dan als onrechtvaardig ervaren kunnen worden. Vijandige overnames komen weinig voor. Ze zijn ook moeilijk uit te voeren, omdat lang niet alle aandelen op de beurs worden aangeboden. Aandelenmarkten zijn er wel maar deze zijn relatief klein.

De externe informatieverschaffing is beperkt. Dit wordt ook niet nodig geacht. Immers, de belangrijke partijen weten via hun functies (directielid, lid van de Raad van Commissarissen) de benodigde informatie te verkrijgen. Wetgeving over handel met voorkennis bestaat in een dergelijk systeem niet of nauwelijks. Dit zet de kleine aandeelhouder op een informatieachterstand; een reden te meer om als kleine belegger niet op effectenmarkten te beleggen maar het geld bij (spaar)banken onder te brengen. Opmerkelijk is tevens dat de bank als crediteur (verstrekker van de lening) via haar functie als aandeelhouder over informatie met betrekking tot de kredietwaardigheid van het bedrijf beschikt. In het systeem van financiering op afstand zou deze vermenging van belangen als een doodzonde worden beschouwd. Omdat de publiekelijk beschikbare informatie niet als belangrijk wordt gezien en banken

zelf wel in staat worden geacht de kredietwaardigheid van een bedrijf te beoordelen, bestaan er geen *rating*-maatschappijen.

In Duitsland (en Nederland) wordt de onderneming bestuurd door een Raad van Bestuur, waarbij een Raad van Commissarissen een controlerende functie heeft. In Duitsland zijn in de Raad van Commissarissen ook de werknemers vertegenwoordigd. Franse ondernemingen kunnen kiezen of ze wel of niet een Raad van Commissarissen hebben. De andere landen kennen een *one-tier Board*, waarbij bestuur en toezicht feitelijk door een en hetzelfde orgaan worden uitgeoefend. De mate waarin werknemers mee kunnen beslissen in belangrijke besluiten van de onderneming verschilt in deze groep landen nogal sterk. In de Germaanse landen (Duitsland, Nederland en Oostenrijk) hebben de werknemers medezeggenschap. In veel Latijnse landen hebben de werknemers geen enkele wettelijke bevoegdheid met betrekking tot de raden van bestuur.¹¹ Het betreft hier: België, Italië, Portugal en Spanje. In andere landen (Frankrijk en Griekenland) is de medezeggenschap van werknemers beperkt tot een bepaald type bedrijf (overheid en semi-overheid). Het ontslaan van werknemers is moeilijker dan in Angelsaksische landen. Vaak wordt betoogd dat mede hierdoor de werkloosheid hoger is. Daar staat tegenover dat iemand die eenmaal is aangenomen meer zekerheid wordt geboden. Al met al ontstaan er langetermijnrelaties tussen de werknemer en het bedrijf, waardoor het *hold up*-probleem opgelost kan worden. Met name voor Duitsland geldt, dat het hierdoor voor beide partijen loont om in elkaar te investeren.

De systemen van financiering via een netwerk zijn sterk op de insider gericht. Voor een outsider is het moeilijker toegang te krijgen. Bij de aandeelhouders hebben de grootaandeelhouders een hele belangrijke invloed op het bedrijf. Bijgevolg is de informatievoorziening in het algemeen veel minder goed ontwikkeld dan in de Angelsaksi-

sche landen. Bovendien is de mogelijkheid voor grootaandeelhouders om hun wil door te drukken groot. Voor de aandeelhouder met een klein pakket aandelen ontstaan hierdoor alle problemen die zijn genoemd onder *adverse selection* en *moral hazard*. Ook de werknemer die nog geen werk heeft, wordt in dit systeem meer benadeeld dan in het Angelsaksische systeem. Ten eerste omdat de werkgever weet dat ontslag moeilijk te realiseren is en hij dus ook terughoudend is bij de aanstelling van personeel. Ten tweede kent men weinig tijdelijke contracten. Tot op zekere hoogte wordt dit bezwaar bestreden door betere sociale voorzieningen. Wel is door de resulterende langetermijnrelatie tussen werknemer en onderneming het *hold up*-probleem beter opgelost dan in het Angelsaksische systeem.

In het bovenstaande is min of meer impliciet uitgegaan van de situatie in continentaal Europa. Ook Japan behoort tot de landen waarin financiering via relaties belangrijk is. Het systeem vertoont veel gelijkenissen met het Duitse, omdat de banken ook daar een belangrijke rol spelen, maar het verschilt er toch ook weer wezenlijk van. Vandaar een korte toelichting over de situatie in Japan.¹² In Japan zijn de grote bedrijven in *keiretsu's* georganiseerd. Een *keiretsu* is een conglomeraat van bedrijven die activiteiten ontplooiën in uiteenlopende industrietakken. Deze bedrijven bezitten aandelen van elkaar. Verder behoort een bank tot de *keiretsu*. Deze bank bezit ook aandelen in de bedrijven en verstrekt leningen aan de bedrijven. Men kent wel het verschil tussen uitvoerend management en toezichthouders, maar hoe deze verhoudingen precies liggen is voor een buitenstaander vaak onduidelijk. De aandelenmarkt speelt een grotere rol dan in het Duitse systeem. De werknemers van grote bedrijven hebben overwegend een langdurig contract: vaak voor het leven. Dit geldt niet voor de vele kleine toeleveranciers.

Het Nederlandse systeem wordt vaak tot de Germaanse systemen gerekend, maar zit in wezen tussen de systemen

van relatiefinanciering en dat van financiering op afstand in. Kenmerken van het systeem van relatiefinanciering zijn de mogelijkheid en het relatief frequente gebruik van beschermingsconstructies, het bestaan van een Raad van Commissarissen en de wettelijke plicht werknemers bij belangrijke beslissingen te betrekken. Daarentegen is de aandelenmarkt in Nederland belangrijker dan in de andere continentaal-Europese landen.

6. Beoordeling van de systemen vanuit de doelstellingen van de participanten

Allereerst beoordelen we de systemen op grond van de doelstellingen die hierboven voor de verschillende partijen zijn onderscheiden en op grond van de bijbehorende waarde dat iedere partij in redelijkheid deelt in de opbrengst van de vennootschap. De mate waarin de verschillende partijen een adequate beloning kunnen krijgen hangt in de eerste plaats samen met de mogelijkheid van het systeem om groei te genereren. Voor een ander deel is dit afhankelijk van de macht die elk der partijen weet uit te oefenen om haar deel binnen het geheel te vergroten. Omdat een groot deel van de beoordeling afhangt van de mate waarin elk systeem in staat is de groei te bevorderen, beginnen we de evaluatie hiermee.¹³ Globaal gesproken kan als conclusie worden geformuleerd dat geen van beide systemen het andere gemeten naar dit criterium domineert. Belangrijk is wel dat wanneer de zeggenschap sterk is geconcentreerd, er juridische of praktische instrumenten moeten zijn om de beslissing van de grootaandeelhouder te corrigeren. Zijn deze instrumenten er niet, dan is het gevaar groot dat in een dergelijk systeem te lang op een onjuist pad wordt doorgedaan of dat de macht wordt misbruikt.¹⁴

Shleifer en Vishny beschouwen Italië als een land waar er te veel concentratie van macht bij een beperkte groep is, waardoor de belangen van de grootaandeelhouders te veel

prevaleren. De ontwikkelingen sinds het aantreden van de regering van de ondernemer/politicus Berlusconi laten zien dat machtsconcentratie en machtsmisbruik in Italië zeker voorkomen.¹⁵ De regering-Berlusconi heeft het wetsvoorstel voor bestrijding van fraude in de boekhouding van bedrijven zó veranderd dat deze fraude veel minder vaak bestreden kan worden en de straffen lager zullen zijn. Bovendien zullen als gevolg van de invoering van deze wet twee van de drie rechtszaken tegen Berlusconi gestaakt moeten worden. Verder hebben eind juli 2001 de families Benetton en Pirelli de overname van Telecom Italia onderling zodanig geregeld dat de grootaandeelhouders een forse premie op de beurskoers kregen, maar de kleine aandeelhouders niet. Geen wonder dat de kleine aandeelhouder zich nog wel eens bedenkt voordat hij zijn geld in Italiaanse aandelen steekt. Milaan is dan ook een van de slechtst presterende beurzen van Europa. Een studie naar Belgische beursvennootschappen concludeert dat deze in groei en kapitalisatie zijn achtergebleven bij de Nederlandse, omdat in België vaak een grootaandeelhouder de controle over het bedrijf wenste te houden.¹⁶ Hier ging de wens van zeggenschap ten koste van de groei van het bedrijf.

Is er geen extreme machtsconcentratie, dan is vaak het voordeel van het ene systeem een nadeel van het andere en omgekeerd. Van het systeem van financiers op afstand wordt wel gesteld dat het als nadelen kent: (a) dat het leidt tot een sterke gerichtheid op kortetermijndoelen, en (b) dat het instrument van een vijandige overname als correctie van het beleid van het management ruw is en vaak te laat toegepast kan worden. Tegenover deze nadelen staat dat het systeem goed in staat is geld bijeen te brengen voor het financieren van nieuwe bedrijven en van innovaties (*venture capital*). Als voordelen van het systeem van financiers via relaties geldt: (a) dat doordat de relaties voor de lange termijn worden aangegaan er meer geduld is om de doelen op lange termijn te realiseren, en (b) dat men al in

een vroeg stadium het management kan corrigeren. Een vijandige overname is hiervoor niet nodig. Hier staat tegenover dat men vanwege de onderlinge relaties juist de neiging heeft te lang op een doodlopend spoor door te gaan of geld te verstrekken aan bevriende zakenlieden. Financiële debacles in Duitsland illustreren dit (Schneider). Ook de nu al meer dan tien jaar durende lage economische groei in Japan wordt voor een belangrijk deel toegeschreven aan het feit dat men niet in staat blijkt snel verlieslatende activa af te schrijven. Bovendien blijkt het in deze landen moeilijk om durfkapitaal te mobiliseren.

Recent onderzoek laat zien dat de aard van de bedrijfstak invloed heeft op de meest gewenste vorm van financieren.¹⁷ Bedrijfstakken die dynamisch zijn en veel middelen besteden aan onderzoek en ontwikkeling worden voor een relatief groot deel door aandelen gefinancierd. Industrietakken die veel bestaande technieken gebruiken en verfijnen worden meer door middel van leningen gefinancierd. Financiering door middel van leningen vereist vaak dat er onderpand is. In bijvoorbeeld de ICT (informatie- en communicatietechnologie) is dit onderpand er niet. Daarom is het niet verwonderlijk dat investeringen in deze sector veelal via de uitgifte van aandelen worden gefinancierd.

In het bovenstaande is impliciet verondersteld dat financiering via banken en via de financiële markten substituten zijn. Men kan ze ook als complementaire bronnen van financiering zien.¹⁸ Bijgevolg is het van belang een goede balans tussen de twee te vinden.

De systemen verschillen duidelijk met betrekking tot de zelfstandigheid van het management en met betrekking tot de zekerheid omtrent de arbeidsrelatie. Bij financiering op afstand heeft het management veel vrijheid. Pas bij zeer belangrijke beslissingen en vrij laat in het beslissingsproces kunnen de aandeelhouders ingrijpen. De arbeidsrelaties zijn vrij los en kunnen betrekkelijk eenvoudig opgezegd worden. Bijgevolg is de tijd dat een werknemer bij

hetzelfde bedrijf werkt in het algemeen korter dan in het systeem met netwerkfinanciering. In dit laatste systeem is een deel van de aandeelhouders direct (als lid in de directie) of indirect (als commissaris) bij het beslissingsproces betrokken. Dit beperkt de vrijheid van het management. De arbeidsrelaties zijn langdurig en werkenden genieten relatief veel bescherming. Een eerste globale indruk die hieruit opkomt is dat het systeem van financiering via relaties meer zekerheid aan de partijen biedt, hetgeen ten koste gaat van het innovatief vermogen. In de volgende paragraaf komen we hierop terug.

7. Aansluiting bij nationale waarden

In de vorige paragraaf is impliciet verondersteld dat wereldwijd in dezelfde mate belang gehecht wordt aan de verschillende effecten van de wijze van besturen en financieren van een vennootschap. Dit is niet het geval. De waardering voor bijvoorbeeld inspraak of onzekerheid verschilt systematisch tussen groepen personen en ook tussen landen. Vandaar dat de tweede invalshoek om een systeem van *corporate governance* te beoordelen wordt gevormd door de mate waarin het systeem aansluit bij de maatschappelijk breed gedragen waarden. In verschillende, met name historische, studies is er al op gewezen dat maatschappelijke waarden belangrijk zijn bij de vormgeving van *corporate governance*-systemen. Vaak worden in deze studies uitvoerig de specifieke omstandigheden waarin een bepaald systeem is ontstaan behandeld. Zo is erop gewezen dat de structuur van het Amerikaanse systeem sterk is bepaald door de Amerikaanse afkeer van machtsconcentratie. Deze afkeer wordt raak weergegeven door het volgende citaat van John Quincy Adams: '*Power for good, is power for evil; even in the hands of the Omnipotence*'.¹⁹ Voor Duitsland geldt dat men wijst op het historische belang van de banken bij de late industriële revolutie.

Recent is de culturele benadering naar voren gekomen, die als een veralgemening van de economisch-historische studies beschouwd kan worden.²⁰ De culturele benadering stelt, dat economische instituties en dus ook de vormgeving van de *corporate governance* gedragen moeten worden door de in de desbetreffende maatschappij algemeen aanvaarde waarden en normen.²¹ Het blijkt dat in landen waarin financiering op afstand overheerst, de inwoners een relatief hoge mate van acceptatie van onzekerheid bezitten. Bovendien prefereren ze competitie boven samenwerking; deze samenlevingen zijn relatief masculien. Deze waarden bevorderen de voorkeur voor het financieren via financiële markten in plaats van door middel van langetermijnrelaties. De Verenigde Staten zijn hiervan een goed voorbeeld. Een land als Duitsland daarentegen wordt gekenmerkt door een grote mate van risicomijding. Deze risicomijding wordt door sommigen teruggevoerd op het feit dat Duitsland een late industrialisatie heeft meegemaakt.²² Dit verklaart wellicht ook dat men zich meer is gaan toeleggen op het verbeteren van bestaande technieken dan op risicovolle innovatie. Een houding die correspondeert met het gebrek aan risicokapitaal. De behoefte onzekerheid te verminderen uit zich ook in een voorkeur voor het vastleggen van relaties in wetten en regels. Dit verklaart de vele beperkingen met betrekking tot ontslag en daardoor de lange duur van verbanden. Ook al impliceert dit dat relatief veel mensen langdurig werkloos zijn.²³

Machtsafstand blijkt een factor van belang voor het verklaren van de mate van medezeggenschap in het bestuur. De bevolking van landen die hoog scoren op de index van machtsafstand is van mening dat ongelijkheid op zich goed is. Verschil moet er zijn en iedereen heeft in de hiërarchie zijn eigen plaats. Het verschil in macht (en vermogen) tussen degene die onderaan de ladder staat en degene die bovenaan staat is groot; vandaar de benaming Machtsafstand. Een gevolg hiervan is dat men een centralisatie van

politieke macht en economische macht accepteert en geen of weinig mechanismen instelt die misbruik van deze macht zouden kunnen voorkomen. De verleiding voor machthebbers om zichzelf te verrijken is in deze landen groot.²⁴ Landen met een hoge mate van machtsafstand, veelal de Latijnse landen, kennen nagenoeg geen participatie van werknemers in het bestuur. In deze landen zijn macht en vermogen vaak geconcentreerd en bemoeit de politiek zich zeer direct met veel aspecten van de samenleving, inclusief de zeggenschap over bedrijven. Het verschil in bevoegdheden tussen werknemers en politiek is dus zeer groot.

Vanuit de culturele visie zou men kunnen stellen dat elk land het systeem van *corporate governance* krijgt dat het wenst. De centrale rol van de Franse overheid zou voor de Amerikanen onaanvaardbaar zijn, terwijl de Fransen het Amerikaanse systeem vaak te ruw vinden. De Angelsaksen begrijpen absoluut niet dat de Duitsers denken de onzekerheid te verminderen door strenge regelgeving met betrekking tot ontslag. De feiten spreken dit toch ook tegen? De werkloosheid is in Duitsland toch veel groter dan in landen met een meer flexibele arbeidsmarkt? De uit deze verschillen in waarden resulterende verschillen in *corporate governance*-systemen zijn niet erg, zolang ze maar niet leiden tot een overmatige bevoordeling van één van de partijen. In het volgende zullen we schetsen hoe men gedurende het afgelopen decennium in de verschillende landen heeft geprobeerd de uitwassen van het eigen systeem te beperken. Hierbij zal aan Nederland relatief veel aandacht besteed worden.

8. Veranderingen gedurende het laatste decennium

In nagenoeg alle landen is gedurende het laatste decennium veel aandacht gewijd aan het systeem van *corporate governance*. Voor een belangrijk deel komt dit doordat er

wereldwijd een toename van het belang van aandelenmarkten valt waar te nemen. Voor landen waar de aandelenmarkten tot nog toe geen grote rol speelden, impliceert deze ontwikkeling dat de wetgeving aangepast moet worden om de toegenomen marktwerking te reguleren. Tenslotte toonde elk van de systemen zijn eigen gebreken, die om een oplossing vroegen. Dit heeft in een aantal landen – het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Nederland – geleid tot het instellen van commissies die voorstellen hebben aangedragen voor wijziging van het *corporate governance*-systeem. Voor Nederland is dat de *Commissie Corporate Governance*, beter bekend als de commissie-Peters, die is ingesteld vanwege ‘de verdergaande internationalisering van de Nederlandse economie en de vergrote internationale aandacht voor de rol, de positie en de invloed van de aandeelhouder’.²⁵ Voordat op de Nederlandse situatie iets uitvoeriger wordt ingegaan, is het goed te schetsen op welke punten men in een aantal andere landen worstelt met de vraag welke rol de markt dient te hebben.

In de Verenigde Staten zijn er veranderingen dan wel discussies aan te wijzen met betrekking tot de rol van vijandige overnames voor het disciplineren van het management, de samenstelling en het functioneren van de *Board of Directors*, en de beloningsstructuur van topmanagers. De jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw werden gekenmerkt door veel vijandige overnames. Met name in de jaren tachtig speelden investeringsbankiers en *corporate raiders* een belangrijke rol. Een dergelijke wijze van disciplineren van de ondernemingsleiding kan te fors zijn. De laatste tijd is dan ook een tendens waarneembaar waarbij met name grotere aandeelhouders proberen via een meer diplomatieke weg het management op andere gedachten te brengen. Vooral pensioenfondsen nemen vaak een voortrekkersrol bij het beïnvloeden van de leiding.²⁶ Doordat in de VS uitvoerende en toezichhoudende directeuren in één en dezelfde *Board* zitten, heeft men twijfels over de onafhankelijkheid van het toezicht. Men probeert

de onafhankelijkheid van het toezicht te bevorderen door het instellen van zogenoemde *oversight committees*, waarvan het *audit committee* het belangrijkste is, die als taak hebben een objectieve en onafhankelijke weergave te geven van de beslissingen van de *Board*. Het blijkt dat ondernemingen waar een *audit committee* is geïnstalleerd beter presteren in termen van: betrouwbare externe rapportage en minder rechtszaken.²⁷

In Duitsland staat met name de positie van de grote banken ter discussie. Verschillende partijen zijn van mening dat de banken te veel macht hebben. Met name de Deutsche Bank is regelmatig verweten dat ze wel erg de eigen mening doordrukt. Ze heeft, als grootaandeelhouder, Daimler Benz omgevormd tot een *European United Technologies* door toevoeging van de vliegtuigfabrieken MBB en Dornier. Verder was er forse kritiek op de rol van de Deutsche Bank bij het vijandige overnamebod van Krupp-Hoesch op het grotere Thyssen. Dit bod werd door Krupp met steun van de Deutsche Bank verricht, terwijl een lid van het bestuur van de Deutsche Bank, Ulrich Cartellieri, zitting had in de Raad van Commissarissen van Thyssen. Hierin zagen de tegenstanders een vermenging van belangen. Naar hun mening had Cartellieri zich uit de Raad van Commissarissen van Thyssen terug moeten trekken, omdat een belangenconflict dreigde. Pikant detail is wel dat de SPD in het algemeen voorstander is van beperking van de macht van de banken, maar dat ze tevens een belangrijke zo niet de belangrijkste machthebber is bij één van deze grote banken, de WestLB. Ook gaan er in Duitsland stemmen op om de macht van individuele personen te verminderen. Zo wil men het maximale aantal commissarissen per persoon verminderen van tien naar vijf.²⁸

In Nederland zijn verschillende onderdelen ter discussie gekomen: de beschermingsconstructies, het aanstellen van commissarissen door middel van coöptatie, de positie van aandeelhouders en de beloning van managers van internationale bedrijven. Voor grote Nederlandse

bedrijven geldt het zogenoemde structuurregime. Onder dit regime zijn bepaalde bevoegdheden die bij andere bedrijven door de Algemene vergadering van Aandeelhouders (A v A) worden uitgeoefend, overgeheveld naar de Raad van Commissarissen (R v C). Het betreft hier onder meer het benoemen en ontslaan van commissarissen en bestuurders en het vaststellen van de jaarrekening. De leden van de R v C worden door middel van coöptatie geworven. In het kort betekent dit dat de leden van de R v C zelf hun opvolgers benoemen. Wel kunnen de Algemene vergadering van Aandeelhouders (A v A) en de Ondernemingsraad (O R) een aanbeveling doen of bezwaar maken tegen een voorgestelde benoeming. Voor het maken van een bezwaar zijn maar enkele redenen toegestaan.²⁹ De bedoeling van deze procedure was dat de productiefactoren arbeid en kapitaal op een gelijkwaardige wijze invloed zouden hebben op de benoeming van leden van het toezichthoudende orgaan, en dat deze leden hierdoor een ruim gespreide deskundigheid en maatschappelijke ervaring zouden weerspiegelen. De praktijk bleek anders. De O R en de A v A hebben maar weinig gebruik van hun rechten gemaakt, mede wellicht omdat hun bevoegdheden ook erg beperkt zijn.³⁰ De O R blijkt vaak wel informeel invloed uit te oefenen. Bijgevolg wordt niet aan de oorspronkelijke doelstelling voldaan en ontstaat een *old boys*-netwerk van managers en ex-managers die de posities onder elkaar verdelen. De onafhankelijkheid van het toezicht door de R v C op de ondernemingsleiding wordt hierdoor twijfelachtig. Een tendens op de (internationale) kapitaalmarkt is juist, dat de R v C onafhankelijk en intensief toezicht uitoefent op het management. Feitelijk is in Nederland dus de positie van de aandeelhouder als verstrekker van risicodragend kapitaal zwak. Aan de andere kant pleiten groepen aandeelhouders, zoals pensioenfondsen, en de belangenorganisaties van aandeelhouders, zoals de Vereniging van Effectenbezitters, voor een versterking van de rechten van aandeelhouders. Naar het oor-

deel van de SER is dit pleidooi terecht. In haar advies van januari 2001 doet ze de volgende aanbevelingen:

- de RvC stelt een profiel voor haar samenstelling op, nadat ze de AvA en de OR gehoord heeft;
- de AvA benoemt de commissarissen op voordracht van de RvC;
- de OR heeft een bijzonder voordrachtsrecht voor ten hoogste 1/3 van het aantal commissarisplaatsen;
- de AvA en de OR kunnen aan de RvC personen aanbevelen voor benoeming tot commissaris.

De positie van de aandeelhouder is in Nederland ook zwak wanneer het gaat om een door derden uitgebracht bod op de onderneming. Tenminste twee factoren spelen hierbij een rol: beschermingsconstructies en de beperkte middelen die toezichthouders hebben om het management te corrigeren. Nederlandse ondernemingen kennen van oudsher veel beschermingsconstructies. Waarschijnlijk kan dit worden verklaard uit de wil om als klein internationaal opererend land overnames door buitenlandse bedrijven te voorkomen. Nu is het kunnen inzetten van een beschermingsmaatregel ter voorkoming van een vijandige overname op zich niet slecht. Met name geldt dit voor de mogelijkheid van de directie om tijdelijk een beschermingswal op te werpen om tijd te vinden voor het opzetten van een strategie als antwoord op een vijandig bod.³¹ Een probleem is echter dat in Nederland verschillende beschermingsmogelijkheden tegelijkertijd en permanent gebruikt worden. Dit leidt feitelijk tot het monddood maken van de aandeelhouders ten faveure van de concernleiding, zeker wanneer deze laatste een bevriende Raad van Commissarissen boven zich heeft. Bijgevolg kan het voor een aandeelhouder moeilijk zijn het management en de RvC tot een verandering van beleid te dwingen. Voorbeelden hiervan zijn grootaandeelhouder Hagen die moeilijk invloed kon uitoefenen op Nedlloyd, en meer recent HBG (zie hierna). Door beschermingsconstructies komt het belang van het management dus hoger te staan en dat van de aan-

deelhouders (en soms ook de werknemers) lager dan anders het geval zou zijn geweest. De beperkte invloed van aandeelhouders op de concernleiding leidt ook tot een lagere koers van het aandeel. Uit een recente studie blijkt dat met name certificering van aandelen voor een lagere koers lijkt te zorgen.³² Bij certificering gaat het stemrecht over naar een administratiekantoor, waarvan de bestuurders veelal de leiding van het bedrijf goed gezind zijn.

De casus H B G illustreert de beperkte macht van de Nederlandse aandeelhouder en de beperktheid van de middelen waar de Nederlandse toezichthouder over beschikt. In de jaren negentig had H B G grote verliezen geleden op activiteiten van een in Duitsland gekocht dochterbedrijf (Wayss & Freytag). Boskalis (voor de baggerpoot) en Heijmans (voor de bouwpoort) brachten een openbaar bod uit op de aandelen van H B G, met het doel elk een deel van het bedrijf voort te zetten. Op voorhand bleek uit de plannen van deze bedrijven niet dat er onnodige ontslagen bij H B G zouden vallen, en de meerderheid van de aandeelhouders voelde veel voor het bod. De directie en RvC van H B G waren echter tegen en wilden een fusie met Ballast Nedam. Uiteindelijk hebben ze dit ook door weten te zetten. Een deel van de aandeelhouders nam hier geen genoegen mee en stapte naar de Ondernemingskamer. Deze besliste dat het bestuur van H B G wanbeleid had gevoerd door het niet consulteren van de aandeelhouders over de fusie met Ballast Nedam. Wel is de beslissing om met Ballast Nedam in zee te gaan 'in alle redelijkheid' genomen, en hoefde deze fusie niet teruggedraaid te worden.³³ Hiermee was de kous nog niet af, want op 2 februari 2002 maakte het Spaanse Dragados bekend een bod uit te brengen op H B G. Dit bod was overigens lager dan het bod van Heijmans een klein jaar eerder.³⁴ De directie van H B G steunde dit bod. Blijkbaar vond de toezichthouder (de Autoriteit Financiële Markten, A F M) het wel erg merkwaardig dat dit bod zo snel na de afwikkeling van de andere biedingen kwam en dat de directie er nu wel mee

instemde. De AFM stelde een onderzoek in en legde HBG en Dragados een boete op ter omvang van 108.905 euro elk. De reden voor deze boete was dat HBG en Dragados in strijd met de regelgeving hadden gehandeld door later bekend te maken dat Dragados HBG wilde overnemen dan 'door de verwachting eerder gerechtvaardigd was'.³⁵ In begrijpelijk Nederlands: waarschijnlijk heeft de directie van HBG al onderhandeld met Dragados op het moment dat de vorige fusieperikelen nog niet helemaal afgerond waren. Bovendien waren dat hoogstwaarschijnlijk geen oriënterende gesprekken meer, maar werden er al concrete zaken besproken, zoals het lidmaatschap van de nieuw te vormen directie.³⁶ Als dat inderdaad zo is, was de directie dan tegen de overname door Heijmans en Boskalis omdat men in een dergelijke overname zelf een minder grote rol kreeg dan in de fusie met Ballast Nedam? Dit zou ook verklaren waarom men de cultuurverschillen met de Spaanse bouwer kleiner achtte dan die met de Nederlandse onderneming.³⁷ Hoe het ook zij, tot tweemaal toe heeft een onafhankelijke instantie (rechter en toezichthouder) de directie een berisping gegeven, met als netto resultaat dat de onderneming HBG een boete van ruim een ton euro mag betalen en de heren directeuren hun gang kunnen gaan. Ik vermag niet in te zien hoe hier sprake kan zijn van aandeelhouderskapitalisme. Eerder kunnen we spreken van extreem regentesk gedrag. Een kwalificatie die Tempelaar ook geeft ten aanzien van de wijze waarop het bestuur van Nedlloyd de aandeelhouders heeft behandeld.³⁸ Al met al geven deze en andere gevallen aan, dat in het Nederlandse systeem de positie van het management waarschijnlijk te sterk is.

Voor het Ministerie van Financiën zijn deze zaken mede aanleiding geweest de bepalingen rond overnames onder de loep te nemen. Een andere reden is, dat men binnen Europa streeft naar uniforme regelgeving teneinde bij internationale overnames een gelijk speelveld te creëren. Ten tijde van het schrijven van deze bijdrage consulteerde het ministerie de partijen hierover.³⁹

Een andere tendens vanuit de internationale kapitaalmarkten is, dat de ondernemingsleiding duidelijk en frequent informatie verstrekt. Deze informatie moet correct zijn en moet tevens aan iedere aandeelhouder in gelijke mate ter beschikking worden gesteld. Het rapport van de commissie-Peters bevat verschillende aanbevelingen die zijn gericht op het verstrekken en verbeteren van informatie in het jaarverslag over zaken als: persoonlijke gegevens (hoofd functie, nevenfuncties etc.) van de commissarissen (Aanbeveling 3), het effectenbezit en de optierechten van commissarissen (Aanbeveling 11), zakelijke relaties tussen commissarissen en het bedrijf (Aanbeveling 12), de bezoldiging van bestuurders, gesplitst in zittende en voormalige bestuurders (Aanbeveling 22), en aan het personeel verstrekte optierechten (Aanbeveling 24). Karssemakers heeft onderzocht in hoeverre de Aanbevelingen 11 en 22 in de jaarverslagen over 1998 zijn opgevolgd.⁴⁰ Tevens heeft ze de resultaten vergeleken met een vergelijkbaar onderzoek over 1997. Hieruit blijkt dat in het eerste jaar (1997) na publicatie van het rapport van de commissie-Peters de bedrijven een stuk opener zijn geworden ten aanzien van de beloning van commissarissen en bestuursleden. Een jaar later is deze openheid echter weer sterk afgenomen. Blijkbaar is men toch weinig geneigd open te zijn over de eigen beloning.

Ook van wezenlijk belang voor het functioneren van een op de markt gericht systeem, is dat de gezags- en eigendomsverhoudingen voor een buitenstaander duidelijk zijn. Met name wanneer een belangrijke aandeelhouder ook eigenaar is van andere niet op de beurs genoteerde bedrijven, bestaat de kans dat door onderlinge transacties de cijfers van het op de beurs genoteerde bedrijf worden vertekend. Bij de ondergang van Baan heeft dit een belangrijke rol gespeeld. De winst van het beursgenoteerde Baan werd opgepoetst doordat kosten geboekt werden ten laste van privé-ondernemingen van Jan Baan en doordat aan deze ondernemingen *software* werd verkocht die vervolgens niet

werd gebruikt. De verkoop was uitsluitend verricht en geboekt om de omzetcijfers van Baan te verbeteren.⁴¹ Toen met name buitenlandse aandeelhouders hier achter kwamen, daalde de koers fors. Men wist niet meer wat wel en niet waar was en welke cijfers op feiten berustten en welke waren opgepoetst.

De externe accountant heeft dan de taak om aan te geven of de gevoerde boekhouding een goede en getrouwe weergave van de feitelijke situatie is. Ook de positie van de accountant staat overigens ter discussie. Dat is met name het geval, wanneer de accountant die de boeken moet controleren van dezelfde firma is als de accountant die adviseert over bedrijfsovernames e.d. Men overweegt nu om deze twee functies in aparte ondernemingen onder te brengen. Probleem is wel dat de afgelopen jaren het adviseren over overnames veel lucratiever is geweest dan het controleren van de boeken.⁴²

Als we het voorafgaande overzien dan kan worden geconcludeerd, dat men in de Verenigde Staten de kwalijke gevolgen van de marktwerking heeft willen verzachten: vijandige overnames kunnen dermate ruw zijn dat het beter is de ondernemingsleiding door druk van grote aandeelhouders tot een koerswijziging te bewegen. In Nederland en Duitsland daarentegen is eerder sprake van te veel concentratie van macht bij de managers (directie en RvC in Nederland, de grote banken in Duitsland). Zoals de casus HBG illustreert, is er in Nederland tot nog toe weinig ondernomen om dit te veranderen. Ook andere studies vinden dat er slechts in beperkte mate veranderingen zijn opgetreden.⁴³ Deze veranderingen hebben met name betrekking op toezicht en verslaglegging. Ten aanzien van de macht van de aandeelhouders is nog weinig veranderd.⁴⁴ Recente ontwikkelingen, zoals de verkennende studie van het Ministerie van Financiën naar de invoering van een verplicht openbaar bod bij overnames, duiden erop dat de wetgever zich van deze lacune bewust is en overweegt maatregelen te nemen. In sommige andere lan-

den – Italië en in zekere zin ook Japan – is er blijkbaar te weinig druk om de belangen van insiders (families) te verminderen.

Bovenstaande impliceert, dat ik het niet eens ben met Bil en Peters en met Van Witteloostuin, dat het aandeelhouderskapitalisme en de toegenomen betekenis van de financiële markten tot al het onheil hebben geleid. Neen, wat Nederland betreft is het eerder zo dat de regelgeving en dan met name die omtrent de verhouding tussen de aandeelhouders en de Raad van Bestuur niet aan de gewijzigde omstandigheden is aangepast, waardoor de Raad van Bestuur te veel macht heeft gekregen. Maar leidt een toenemende invloed van aandeelhouders dan niet tot een toename van gerichtheid op de korte termijn? Dit zou kunnen, met name wanneer beleggers sterk speculatief opereren. Ik verwacht echter een toenemende invloed van institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, die gelden voor een lange termijn moeten beleggen. Derhalve valt te verwachten dat zij ook van het management van bedrijven verwachten dat dit zich op de langere termijn richt.⁴⁵ Een laatste punt betreft de beloning van de managers. Met name door het vele gebruik van opties als beloning zijn de inkomsten van managers in de Verenigde Staten veel hoger dan die van hun collega's in Nederland. Zou het niet kunnen, dat managers ook in Nederland exorbitante inkomens ontvangen doordat de structuur van de verhoudingen in Nederland op die in de Verenigde Staten gaat lijken? Ik verwacht dat de salarissen bij de grote internationaal opererende bedrijven deels naar het niveau gaan wat internationaal als 'normaal' wordt beschouwd. Naar mijn mening wordt dit veel meer veroorzaakt door de internationale samenstelling van de betreffende directies dan door de beslissingsbevoegdheid van de aandeelhouders. Hetgeen impliceert dat ik wat sceptischer ben dan Vermeend over de temperende werking van aandeelhouders op de beloning van managers. In dit verband is het goed op te merken dat de Nederlandse bevolking tot de meest egalitair inge-

stelde bevolkingen van de wereld behoort. Ook in continentaal Europa zijn er veel landen (Frankrijk, Italië) waar men concentratie van rijkdom veel gemakkelijker accepteert.

9. Waar gaat het heen?

Gegeven het feit dat de hier besproken onderwerpen volop in discussie zijn, zowel wetenschappelijk als maatschappelijk, en de meningen nogal verdeeld zijn, is het een hachelijke onderneming om de toekomst op dit terrein te voorspellen. Toch wil ik op grond van de hiervóór beschreven gedachten een schets geven van de meest waarschijnlijke ontwikkeling in Europa. Naar mijn mening is voor de korte termijn van belang hoe lang en hoe diep de huidige neergang in de economie zal blijken te zijn. Duurt ze relatief lang en is ze diep, dan krijgen veel antimarktgroeperingen, zoals die zich nu als antiglobalisten voordoen, een grote invloed. De algemene teneur zal dan zijn: zie je wel hoeveel kwaad de markt aanricht! De houding tegenover de markt zal ook negatiever worden, wanneer we door de aanslagen in de Verenigde Staten een periode ingaan met veel internationale spanningen. Van belang is dat in een aantal Europese landen de cultuur toch al niet pro-markt is. Dit geldt met name voor de Latijnse landen maar ook, zij het misschien in mindere mate, voor Duitsland. Daar komt nog bij, dat in Duitsland een leider aan de macht is die eerder naar staatsinterventie neigt dan naar het laten werken van een door de markt opgelegde discipline. Tevens hebben de Duitse banken de buit al binnen, omdat bij verkoop van hun belang geen belasting over de boekwinst wordt geheven, en kan meer marktwerking op den duur wellicht ook leiden tot internationale kritiek op de grote invloed van sommige bondsstaten op grote bedrijven.⁴⁶ Frankrijk wordt van oudsher gekenmerkt door veel staatsbemoeyenis. Voor Italië geldt dat het een onderne-

mer als minister-president heeft die al helemaal geen belang stelt in maatregelen gericht op grotere transparantie en op het verminderen van de macht van de gevestigde families. Een eerste uiting van deze antimarktkrachten is het verwerpen door het Europese Parlement van Richtlijn 13. Deze richtlijn had het uitvoeren van een vijandige overname binnen de Europese Unie gemakkelijker moeten maken. Inmiddels is door de Europese Commissie een nieuw aangepast voorstel ontwikkeld.

Voor Nederland verwacht ik dat de trend tot meer openheid en tot het verminderen van de macht van besturen wel zal doorzetten, zij het misschien afgezwakt door een crisis. Cultureel liggen we dichterbij de Angelsaksische waarden. Bovendien hebben we hopelijk de laatste jaren voldoende geleerd dat gedogen ook zo zijn nadelen kent. Tenslotte zijn de pensioenfondsen in ons land veel belangrijker dan in andere continentaal-Europese landen. Het zijn vaak de pensioenfondsen die als een externe grote aandeelhouder een transparante bedrijfsvoering en meer macht voor de aandeelhouder opeisen. Zo is onder invloed van dergelijke institutionele beleggers in Zweden in de jaren negentig het systeem van *corporate governance* veranderd naar een systeem van financiering op afstand.⁴⁷ Bovendien blijkt dat in landen waar de staat een kleiner deel van de pensioenvoorziening regelt, de regelgeving meer de ontwikkeling van financiële markten stimuleert.⁴⁸

Dit brengt me bij een onderliggende tendens die ook in de andere continentaal-Europese landen tot meer marktwerking in dezen kan leiden en dat is de toenemende vergrijzing van de bevolking.⁴⁹ In deze landen worden de pensioenen gefinancierd door middel van het omslagstelsel, wat inhoudt dat de huidige belastingbetaler betaalt voor de huidige gepensioneerden. Door de toenemende vergrijzing impliceert dit, dat over een aantal jaren een klein deel van de bevolking deze pensioenen zal moeten betalen. Een last die waarschijnlijk te zwaar zal zijn en die ook door de hogere lasten een rem zal vormen op de toekomstige eco-

nomische groei. Om tot een meer evenredige verdeling van de lasten over de generaties te komen wordt deze landen al jaren aangeraden een veel groter deel van de pensioenen te financieren door fondsen die nu al worden opgericht. De opbrengst van de beleggingen daaruit kan dan gebruikt worden voor het betalen van de toekomstige pensioenen. In Frankrijk zijn dergelijke voorstellen tot nog toe als te 'Angelsaksisch' afgeschoten.⁵⁰ Toch valt aan een vorm van fondsvorming naar mijn mening niet te ontkomen.⁵¹ Hiervoor zijn verschillende redenen aan te voeren. Een reden is, dat de problemen van de vergrijzing deels opgelost kunnen worden door oudere werknemers langer te laten werken. In deze landen zijn de pensioengerechtigde leeftijden echter laag en soms na een hevige strijd met de werkgevers verkregen. De aldus verworven rechten zal men niet snel opgeven. Zeker zal het moeilijk zijn om dit collectief te doen. Een uitweg is dan flexibele pensionering, waarbij sommige werknemers langer blijven werken in ruil voor een hoger pensioen. Om deze hogere pensioenuitkering veilig te stellen zal een fonds gevormd moeten worden.⁵² Zouden de pensioenfondsen alleen in staatsobligaties beleggen dan zou er macro-economisch nog geen sprake zijn van een verlichting van de lasten van toekomstige generaties. Immers, in plaats van pensioenuitkeringen zouden deze generaties dan de rente en aflossing op de obligaties moeten betalen. Het is dus voor de verdeling van de lasten over de generaties van belang dat deze fondsen beleggen in waardepapieren van particuliere bedrijven. Daar komt nog bij dat de overheden in de Europese Unie door middel van het Pact voor Stabilisatie en Groei gehouden zijn de tekorten op de begroting te beperken, waardoor het aanbod van staatsobligaties beperkt zal zijn.

10. Concluderende opmerkingen

In het voorafgaande is beschreven dat door de scheiding van leiding en eigendom van een bedrijf, er mogelijkheden ontstaan voor opportunistisch gedrag ten koste van andere direct bij de vennootschap betrokken partijen. Gebleken is dat binnen de groep van industriële landen er verschillende manieren gevonden zijn om deze problemen op te lossen. In landen die relatief veel aandeelhouders tellen met grote pakketten aandelen in een bedrijf, bestaat er veelal een nauwe relatie tussen de aandeelhouders en het management. Hierdoor weten de belangrijkste aandeelhouders veel over het bedrijf. Indien nodig, hebben ze ook de middelen om het bestuur tot een koerswijziging te bewegen. De rechten van de minderheidsaandeelhouders zijn niet goed beschermd. Bovendien zijn er voor de grootaandeelhouders relatief veel mogelijkheden om ten koste van de minderheidsaandeelhouders voorrechten en opbrengsten naar zich toe te trekken zonder dat dit door de rechter wordt bestraft. Dit systeem beschermt dus de insider (grootaandeelhouder) ten koste van de outsider (minderheidsaandeelhouder). De markt speelt een geringe rol. Hier tegenover staan landen die weinig tot geen grootaandeelhouders tellen en waar nagenoeg alle aandelen via financiële markten verhandeld worden. In deze landen bestaat er een grote afstand tussen de aandeelhouders en het bestuur van een ondernemingen. In eerste aanleg biedt deze situatie veel mogelijkheden voor de ondernemingsleiding om misbruik te maken van haar machtspositie. Om dit te voorkomen worden de ondernemingen verplicht veel informatie over hun activiteiten te verstrekken en zijn veel handelingen strafbaar die in het eerste systeem wél geoorloofd zijn. De rechten van kleine aandeelhouders zijn goed beschermd en outsiders wordt ook een kans gegeven. De relatie met aandeelhouders (en werknemers) is lossers dan in het eerste systeem.

In termen van economische groei is het ene systeem niet

beter dan het andere. Hoewel het systeem met beperkte marktwerking buitenstaanders benadeelt, minder transparant is en veel mogelijkheden tot corruptie kent, heeft het als voordeel dat in een vroeg stadium het beleid door de aandeelhouders bijgestuurd kan worden. Weliswaar kenmerkt het systeem met veel marktwerking zich door gelijke kansen voor veel partijen en een grote mate van openheid, het heeft als nadeel dat pas in een zeer laat stadium het beleid van de directie bijgestuurd kan worden. Bovendien laat het Enron-schandaal zien dat het systeem kwetsbaar is als degene die geacht wordt als onafhankelijke partij toezicht te houden op de kwaliteit van de informatie (in dit geval de accountant), zijn taak verzaakt. Openheid verliest haar waarde als de verstrekte informatie onjuist is. Voor een goed functioneren van beide systemen geldt derhalve dat de concentratie van macht beperkt moet worden. Welk systeem in een land voorkomt blijkt samen te hangen met de nationale waardering van onzekerheid en concurrentie. De markt speelt een grote rol in landen waarin de meerderheid onzekerheid niet als erg negatief kwalificeert en waarin concurrentie wordt gewaardeerd als een goed systeem voor het coördineren van de economische activiteiten.

Door ook (zij het zijdelings) aandacht te schenken aan de arbeidsmarkt, is aangegeven dat het systeem van *corporate governance* niet op zichzelf staat. De arbeidsmarkt is op een zodanige wijze georganiseerd dat ze in een nauw verband staat met de wijze waarop de besturing en financiering van ondernemingen zijn geregeld. Daar waar de band tussen aandeelhouders en onderneming los is, geldt dit ook voor de band tussen werknemers en onderneming.

Het feit dat in Nederland sinds een jaar of tien geroepen wordt om regel- en wetgeving die meer is toegesneden op bevordering van de marktwerking, valt te verklaren uit de veranderingen in de samenstelling van de groep aandeelhouders en uit onvrede met de bestaande structuur. Door de toegenomen spreiding van het aandelenbezit en de con-

centratie hiervan bij institutionele beleggers, met name pensioenfondsen, is de band tussen bestuurders en aandeelhouders lossier geworden. De bestaande wetgeving blijkt te veel mogelijkheden te bieden voor een regentesk gedrag van de bestuurders, waardoor totaal geen rekening wordt gehouden met de wensen van de beleggers. Teneinde deze nieuwe aandeelhouders enige zeggenschap te geven over hun investering en te voorkomen dat de managers hun machtspositie misbruiken, dient in Nederland (en in veel continentaal-Europese landen) de wetgeving aangepast te worden. Tot nog toe zijn er op dit gebied weinig tot geen veranderingen gerealiseerd, al zijn er tekenen dat dit in de naaste toekomst wel zal gebeuren.

Een andere relevante trend is de vergrijzing en de daaruit voortvloeiende noodzaak pensioenfondsen op te richten in landen die deze nog niet hebben. Deze trend zal naar mijn inschatting tot meer marktwerking leiden. De mate waarin en de snelheid waarmee dit in elk van de besproken landen zal gebeuren, zijn mede afhankelijk van de mate waarin onderliggende waarden het gebruik van de markt stimuleren dan wel afremmen.

NOTEN

- 1 Naast de leden van de studiegroep Markt en waarden, wil ik Harry Garretsen, Jeroen Ligterink en Niels Lemmers danken voor hun commentaar op een eerdere versie van dit stuk.
- 2 Zie: J.S. Coleman, *The asymmetric society* (New York: Syracuse University Press, 1982), in het bijzonder p. 9-11.
- 3 Commissie Corporate governance, *Aanbevelingen inzake Corporate governance in Nederland*, Amsterdam 1997. Deze commissie wordt vaak naar haar voorzitter J.F.M. Peters, de commissie-Peters genoemd.
- 4 Ministerie van Financiën, *Invoering verplicht openbaar bod in Nederland*, Den Haag 2002.

- 5 Zie: T. Bil en J. Peters, 'Ondernemen is geen beursspel', in: *NRC Handelsblad*, 5 januari 2002, en: A. van Witteloostuin, 'Après nous le déluge. De economie van egocentrische hebzucht', in: H. Schenk (red.), *Herpositionering van ondernemingen: Preadviezen 2001 voor de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde* (Utrecht: Lemma, 2001), p. 1-29.
- 6 Gevallen van door de rechter niet bestreden methoden van zelfverrijking door grootaandeelhouders in Italië en Frankrijk zijn beschreven in: S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silades en A. Shleifer, 'Tunneling', in: *American Economic Review*, 90(2000), p. 22-27.
- 7 Commissie Corporate governance, *Aanbevelingen*.
- 8 De bijbehorende referenties zijn: J. Franks en C. Mayer, 'Corporate ownership and control in the U.K., Germany, and France', in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1997), p. 30-45 (*outsider-* versus *insider-*model); W.W. Bratton en J.A. McCahery, 'Comparative corporate governance and the theory of the firm. The case against global cross-reference', in: *Columbia Journal of Transnational Law*, 38(1999), p. 213-298 (markt versus blokhouderssysteem), G.M.M. Gelauff en C. den Broeder, *Governance of stakeholder relationships: the German and Dutch experience*, Den Haag: CPB, 1996 (Angelsaksisch versus continentaal of Rijnlands model), en E. Berglöf, 'A note on the typology of financial systems', in: K. Hopt en E. Wymeersch (red.), *Comparative corporate governance. Essays and materials* (Berlijn: De Gruyter, 1997), p. 151-164 (*arm's-length-financiering* versus *relationship-financiering*).
- 9 Een tegenovergesteld standpunt wordt ingenomen door P.-J. Engelen en L. van Liedekerke, 'Handel met voorkennis vanuit het perspectief van corporate governance: een economische en ethische analyse', in: *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, 53(1999), p. 567-589. Zij betogen dat het toestaan van handel met voorkennis de efficiëntie van de aandelenmarkt vergroot: managers kunnen door het kopen van aandelen van hun bedrijf tot uitdrukking brengen dat

het bedrijf er beter voorstaat dan de markt op dat moment denkt. Bovendien hoeft volgens hen het expliciet toestaan van handel met voorkennis de vertrouwensrelatie tussen manager en aandeelhouder niet te schaden en biedt het een goed alternatief voor de huidige optieregelingen.

- 10 Verwacht wordt dat in Duitsland de banken hun aandelenbezit zullen afbouwen. Ze wilden dit al langere tijd maar werden hierin belemmerd doordat de Duitse fiscus bij verkoop van het aandelenbezit een belasting hief over het verschil tussen de boekwaarde en de marktwaarde van het aandelenbezit. Door de nieuwe fiscale wetgeving in Duitsland vervalt deze belasting (zie bijvoorbeeld *Trouw*, 27 september 1999). Voor wat het stemrecht betreft kan in Duitsland de bank ook stemmen voor de aandelen die niet in haar bezit zijn maar die ze alleen in bewaring heeft, als de eigenaar niet expliciet vermeld heeft dat hijzelf wil stemmen. Dit is het zogenoemde *Auftragsstimmrecht* of *proxy-voting*.
- 11 Zie: Sociaal-Economische Raad (SER), *Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling* (Den Haag: SER, 2001), bijlage 6.
- 12 Verdere informatie kan onder andere gevonden worden in: J.W. Weimer en J.C. Pape, 'A taxonomy of systems of corporate governance', in: *Corporate Governance*, 7(1999), p. 152-166.
- 13 Dit overzicht is gebaseerd op: A. Shleifer en R.W. Vishny, 'A survey of corporate governance', in: *Journal of Finance*, 52(1997), p. 737-783.
- 14 Verschillende studies laten zien dat het verband tussen concentratie van aandeelhouderschap en de economische prestatie van een bedrijf een bolvormig verloop heeft. De beste prestaties worden geleverd als er niet te veel en niet erg weinig concentratie van aandeelhouderschap is. Zie o.a.: S. Thomsen en T. Pedersen, 'Ownership structure and economic performance in the largest European companies', in: *Strategic Management Journal*, 21(2000), p. 689-705.
- 15 Een korte beschrijving van de hierna genoemde voorvallen

- kan worden gevonden in *The Economist*, 11 augustus 2001, p. 22 en 23 (wetsvoorstel bestrijding fraude), en *The Economist*, 4 augustus 2001, p. 52 en 53 (overname Telecom Italia).
- 16 Zie: C. van Hulle, 'Bedrijfsfinanciering in België: waar naartoe?', in: *Tijdschrift voor Economie en Management*, 63(1998), p. 71-103.
 - 17 Zie: R. Semenov, *Financial systems, industry characteristics, specialization and competitiveness. Empirical analysis of OECD countries*, Nijmegen 2000 (mimeo KUN).
 - 18 Dit standpunt wordt gehuldigd in: A.W.A. Boot en A. Schmeits, 'Onderneming en financiële markt', in: Schenk, *Herpositionering van ondernemingen*, p. 31-63.
 - 19 Geciteerd in: F. Allen en D. Gale, 'A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US', in: *European Economic Review*, 39(1995), p. 197-209, met name p. 185.
 - 20 Voorbeelden van deze culturele benadering zijn: R. Semenov, *Cross-country differences in economic governance. Culture as a major explanatory factor*, Tilburg: C ENTER, Tilburg University, 2000, en E. de Jong en R. Semenov, *Will the national systems of corporate governance converge? A cultural approach*, Nijmegen 2001 (manuscript KUN). Deze studies gebruiken de door Hofstede gevonden culturele dimensies om de nationale waarden te relateren aan kenmerken van *corporate governance*-systemen (G. Hofstede, *Culture's consequences. Comparing values, behaviors, institutions and organizations across nations*, Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 2001). De in de tekst genoemde resultaten komen uit De Jong en Semenov, *Will the national systems of corporate governance converge?* Deze culturele benadering kan weer worden beschouwd als een veralgemenisering van de zogenoemde legalistische benadering. De laatste stelt dat elk systeem van *corporate governance* is ingebed in een bepaald juridisch systeem. Dit juridische systeem is weer door een jarenlang ontwikkelingsproces gevormd. Een publicatie die daarop ingaat is: R. LaPorta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer en R.W. Vishny, 'Legal

- determinants of external finance', in: *Journal of Political Economy*, 106(1997), p. 1113-1155.
- 21 Zie de Figuur en de daarbij behorende tekst in de Inleiding van dit boek.
 - 22 Zie: C. Hampden-Turner en F. Trompenaars, *The seven cultures of capitalism* (Londen: Piatkus, 1994), p. 207.
 - 23 Mij is gebleken dat dit voor Angelsaksen onbegrijpelijk is. Op een zinsnede vergelijkbaar met die in de hoofdtekst reageerde een referent van een in het Verenigd Koninkrijk geredigeerd vaktijdschrift als volgt: 'If it was indeed the case that some countries want to avoid uncertainty in the labour markets by "formalisation, standardisation and specialisation", why is it the case that France and Germany have relatively high and persistent unemployment, while this is not the case for the UK at the moment?'. In dit verband is het goed te wijzen op het verschil tussen onzekerheidsmijding en risicoaversie (zie: Hofstede, *Culture's consequences. Comparing values*, p. 148). Onzekerheidsmijdende personen willen duidelijkheid. Het gevolg kan dan wel zijn, dat ze een risicovolle actie ondernemen: je weet dan tenminste waar je aan toe bent.
 - 24 G. Hofstede, *Culture's consequences. International differences in work-related values* (Beverly Hills: Sage Publications, 1980), p. 113.
 - 25 Commissie Corporate governance, *Aanbevelingen*, p. 9.
 - 26 P.W. Moerland, *Corporate governance. Theorie en praktijk in internationaal perspectief* (Groningen: Wolters-Noordhoff, 1997), p. 83 en 84. Voor Zweden zij verwezen naar: Van Hulle, 'Bedrijfsfinanciering in België', p. 97.
 - 27 Zie de literatuur geciteerd in G.F. Maassen, *An international comparison of corporate governance models. A study on the formal independence and convergence of one-tier and two-tier corporate boards of directors in the United States of America, the United Kingdom and the Netherlands* (Amsterdam: SpencerStuart, 1999), p. 46.
 - 28 H. Tiddens, 'Aanval op de macht', in: *Financieel Economisch Magazine*, 29 mei 1993.

- 29 SER, *Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling*, p. 35.
- 30 SER, *Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling*, p. 45.
- 31 A.W.A. Boot, 'Corporate governance: hoe nu verder?', in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 75(1999), p. 533-543, met name p. 539.
- 32 P.W. Moerland, J. van Helleman en Th.E. Nijman, *Zeggen-schapsverhoudingen en financiële prestaties van beursvennootschappen*, Tilburg: C entER - Applied Research, 2000.
- 33 *NRC Handelsblad*, 21 januari 2002.
- 34 *NRC Handelsblad*, 5 februari 2002.
- 35 *NRC Handelsblad*, 6 april 2002.
- 36 Een uitspraak van de bestuursvoorzitter van Dragados bevestigt dit vermoeden. Hij stelt dat het op een zeker moment niet duidelijk was of men het eens zou worden over de prijs en over de bestuursverhoudingen. Hierdoor was het onduidelijk of de overname zou doorgaan (*NRC Handelsblad*, 20 april 2002). Dat kan zo zijn, maar dan werd er al wel erg concreet onderhandeld en dat had gemeld moeten worden.
- 37 Inmiddels heeft Dragados H B G weer verkocht (*De Volkskrant*, 12 juni 2002).
- 38 F.M. Tempelaar, 'De ontwikkeling van corporate governance in Nederland', in: *Accounting*, 105(2001), p. 338-345, met name p. 340 en 341.
- 39 Ministerie van Financiën, *Invoering verplicht openbaar bod in Nederland*.
- 40 E. Karssemakers, *Wordt Nederland Angelsaksischer?*, Nijmegen 2001. Scriptie voor de opleiding Beleidsgerichte Economie K U N.
- 41 M. Houben en J. Wester, *Baan. Opkomst en ondergang van een softwarebedrijf*, Amsterdam: Business Contact, Het Financieele Dagblad, 2001.
- 42 De urgentie van de onafhankelijke positie van de externe accountant is heel sterk naar voren gekomen bij de ondergang van de Amerikaanse handelaar in energie Enron in

het najaar van 2001. De externe accountant Accountantskantoor Arthur Anderson verdiende meer als consultant dan als controleur van de boeken. Dit verklaart waarschijnlijk waarom de accountant mild was over allerlei boekhoudkundige trucs die de in de verslagen gerapporteerde winst hoger maakten dan ze in werkelijkheid was. Bovendien werden sommige risico's buiten de rapportage gehouden. Zie: E. Chancellor, 'Enron: Schaduwen van de Grote Depressie', in: *NRC Handelsblad*, 25 januari 2002.

- 43 Boot en Schmeits, 'Onderneming en financiële markt', p. 50, en D. de Jong, A. de Jong, G.M.H. Mertens en C.E. Wasley, 'Corporate governance in Nederland: de invloed van de Commissie Peters', in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 75(2001), p. 150-160.
- 44 Hebt U ooit een ledenvergadering van een vereniging meegemaakt, waar na een stemming bij handopsteken blijkt dat er een meerderheid tegen het voorstel is, en de voorzitter van de vergadering vervolgens doodleuk concludeert dat hij een paar belangrijke figuren voor had zien stemmen en dat derhalve het voorstel was aangenomen: 'Volgende agendapunt'? In ondernemend Nederland kan men zo met zijn aandeelhouders omgaan, volgens de beschrijving van de AVA van KPN op 25 april 2002. Zie: *NRC Handelsblad* van 26 april 2002.
- 45 Met name Van Witteloostuin bekritiseert de sterke drift van managers om te saneren en hij schrijft dit toe aan hun behoefte om te willen voldoen aan de behoefte van aandeelhouders om op korte termijn rendementen te zien. Het is de vraag of dit een voldoende verklaring is. Allereerst merkt hij zelf op, dat ook de coöperatieve Rabobank aan de saneringsdrift meedoet. Blijkbaar is de zeggenschapsstructuur niet alles zeggend. Bovendien laat hij zien dat de saneringswoede in Nederland sterk was in de tweede helft van de jaren negentig. Dit was ook de periode dat de werkgelegenheid in Nederland sterk groeide. Dus gedurende die periode hebben de saneringen in ieder geval niet geleid tot werkloosheid. Tenslotte blijkt dat de aandelenkoers van

bedrijven die saneren na een paar jaar sterk achterblijft bij die van de andere ondernemingen in de desbetreffende bedrijfstak, zodat het creëren van aandeelhouderswaarde niet wordt gerealiseerd. Veronderstellen dat aandeelhouders zich permanent laten foppen lijkt me nu ook weer erg ver gaan.

- 46 In feite gebeurt dit al met betrekking tot de *Landesbanken*. Deze banken zijn oorspronkelijk begonnen als kassier van het desbetreffende *Land*, maar ze hebben hun terrein uitgebreid met commerciële activiteiten. Omdat de regering van het *Land* nog altijd de aandeelhouder is, bezitten deze banken feitelijk een soort overheidsgarantie, waardoor ze tegen lagere tarieven dan de andere commerciële banken kunnen lenen. Buitenlandse banken en hun regeringen betogen dat dit concurrentievervalsing is; zij dringen aan op maatregelen om deze scheefgroei te corrigeren.
- 47 Van Hulle, 'Bedrijfsfinanciering in België', p. 97.
- 48 De Jong en Semenov, *Will the national systems of corporate governance converge?*
- 49 Deze mening wordt gedeeld door Van Hulle maar bestreden door G.R. Rajan, en L. Zingales, *The great reversals. The politics of financial development in the 20th century* (Chicago 2000. Mimeo University of Chicago), p. 48. De laatste twee auteurs verwachten dat door de vergrijzing de vraag naar herverdeling van inkomens zal toenemen en dat er daardoor meer antimarktinterventie zal plaatsvinden.
- 50 M. Chavannes, *Frankrijk achter de schermen. De stille revolutie van een trotse natie* (Amsterdam: Prometheus, Rotterdam: NRC Handelsblad, 2000), p. 189.
- 51 Zie ook de OECD-publicaties *Reforming public pensions* (Parijs: OECD, 1988) en *Reforms for an ageing society* (Parijs: oecd, 2000).
- 52 Wat onverlet laat dat een deel nog via het omslagstelsel gefinancierd zou kunnen worden.