



Openheid en verantwoording van bestuur en toezicht

Auteur(s):

Creemers, K.J.M.

Promovendus bij het department of finance van Stern School of Business. Met dank aan Marnix Boorsma, Hielke Buddelmeyer en Bart Hobijn voor behulpzame suggesties.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4218, pagina 620, 3 september 1999

Rubriek:

Katern Economie in Bedrijf

Trefwoord(en):

Het kabinet heeft voorstellen gedaan om het bestuur van ondernemingen en het toezicht daarop te verbeteren. De voorstellen lossen echter het belangrijkste probleem, de belangenverschillen tussen management en de aandeelhouders, niet op. Daarvoor dienen aandeelhouders het recht te krijgen de Raad van Commissarissen te kiezen en in het uiterste geval naar huis te sturen.

In de reactie op het rapport van de commissie-Peters-II van 10 mei jongstleden geeft het kabinet aan de zeggenschap van aandeelhouders van beursgenoteerde bedrijven te willen verbeteren. Omdat de zelfregulering van het bedrijfsleven, waar de commissie-Peters toe had opgeroepen, onvoldoende resultaten heeft opgeleverd, is het volgens het kabinet noodzakelijk verbeteringen door te voeren in de transparantie van de jaarrekening, in de verantwoording van de Raad van Commissarissen (RvC) en in de mogelijkheden van aandeelhouders om hun wensen kenbaar te maken (zie kader). De implementatie van deze voorstellen moet leiden tot een flink aantal veranderingen in het bestuur en de verantwoording daarvan van de beursgenoteerde ondernemingen (zie het overzicht op de volgende bladzijde). De vraag is daarom in hoeverre deze voorstellen de bestaande situatie zullen verbeteren, en in het bijzonder effectief en onafhankelijk toezicht door de RvC zullen bevorderen.

De kabinetsvoorstellen

- » De nieuwe kabinetsvoorstellen aangaande het bestuur en het toezicht daarop van de Nederlandse, beursgenoteerde bedrijven bevatten de volgende elementen:
- » een systeem van proxy voting (stemmen door aandeelhouders op afstand, bijvoorbeeld schriftelijk, via de fax, telefonisch of wellicht per email) en proxy solicitation (actieve stemmenwerving);
- » stemrecht voor alle aandelen indien gewenst;
- » de mogelijkheid om punten op de agenda van Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA) geplaatst te krijgen indien dit gesteund wordt door een bepaalde fractie van het kapitaal;
- » het recht voor aandeelhouders om te stemmen over de goedkeuring van het beleid van de Raad van Bestuur (RvB) en het toezicht daarop door de RvC, als aparte items op het agenda van de AvA;
- » meer verplichte gegevens in de jaarrekening, bijvoorbeeld de compensatie per bestuurder (in de RvB en de RvC) gespecificeerd in onder meer salaris, pensioenrechten en opties;
- » een beperking van beschermingsconstructies (voor ongewenste overnames) in vrede tijd;
- » een aankondiging van onderzoek naar de criteria voor verplichte toepassing van het structuurregime (zie volgend kader) en een passend correctiemechanisme bij een slecht functionerende RvC.

Het structuurregime

In het Nederlandse (volledige) 'structuurregime' voor naamloze vennootschappen ligt de nadruk sterk op de controlerende functie van de Raad van Commissarissen (RvC), die zichzelf benoemt via een systeem van coöptatie en bevoegd is tot benoeming en ontslag van de Raad van Bestuur (RvB). De Algemene Vergadering van Aandeelhouders en de Ondernemingsraad daarentegen hebben (voor zover de aandeelhouders stemrecht bezitten) enkel het recht om bezwaar te maken tegen voorgenomen benoemingen voor de RvC en om een ontslagprocedure tegen leden van de RvC aanhangig te

maken. Dergelijke procedures komen in de praktijk zelden voor. Enkel bij grote besluiten, zoals bij een gewenst overnamebod, is toestemming van aandeelhouders echt nodig. Zoals in de wet is vastgelegd, dient het toezicht door de RvC te worden uitgevoerd in het belang van, maar onafhankelijk van, alle belanghebbenden in de onderneming, zoals met name het management, de aandeelhouders, de crediteuren en de werknemers. Het dagelijkse management alsmede de meeste beleidsbeslissingen zijn in handen van de RvB.

Deze bijdrage heeft tot doel hier een antwoord op te geven door te analyseren welke uiteenlopende belangen er bestaan, en in hoeverre mogelijke belangenconflicten door deze nieuwe voorstellen kunnen worden opgelost. Het conflict tussen topmanagement en aandeelhouders blijkt het belangrijkste knelpunt te zijn. Drie deeloplossingen voor dit conflict, namelijk de compensatiestructuur van bestuurders, de controlerende functie van de markt en directe invloed van grootaandeelhouders, lijken ook in de nieuwe voorstellen onvoldoende oplossing te bieden. Daarom moet de RvC meer gemotiveerd worden. Directe druk van de aandeelhouders is daar de beste garantie voor.

Uiteenlopende belangen

De scheiding van eigendom en bestuur van beursgenoteerde ondernemingen leidt tot uiteenlopende belangen voor de verschillende betrokkenen. Dit probleem is nauwelijks te ondervangen door contracten, aangezien het onmogelijk en ongewenst is het management voor te schrijven wat te beslissen in zeer breed uiteenlopende toekomstige situaties. Immers, het nemen van deze beslissingen vormt precies het doel van de Raad van Bestuur (RvB). Het toezicht door de RvC moet zorg dragen voor een minimale verstoring in de volgende drie gebieden.

Ten eerste is er het conflict tussen aandeelhouders en crediteuren, veroorzaakt doordat bij een faillissement de crediteuren als eerste worden betaald, terwijl aandeelhouders in de meeste gevallen niets ontvangen. Dit maakt dat aandeelhouders meer risico's willen nemen dan crediteuren, en in sommige gevallen relatief veilige maar wel winstgevendere projecten voorbij zouden willen laten gaan¹. Dit conflict wordt echter grotendeels ondervangen door het afsluiten van controleerbare, restrictieve convenanten en door het feit dat de onderneming zeer regelmatig met de crediteuren moet onderhandelen over nieuwe leningen.

Verder is er sprake van uiteenlopende belangen tussen het management en werknemers, waarbij zaken als compensatie, werktijden en werkomstandigheden een rol spelen. Dit conflict is deels te ondervangen door de uitgebreide Nederlandse wet- en regelgeving aangaande overleg tussen werkgevers en werknemers in cao-onderhandelingen en de Ondernemingsraad. Daarnaast kunnen werknemers effectief dreigen met een staking dan wel met het op zoek gaan naar een betere betrekking bij een andere werkgever.

Ten slotte is er het conflict tussen het management en aandeelhouders, veroorzaakt door het relatief geringe aandelenbezit van de bestuurders. Hierdoor loont het voor managers om de onderneming ook voor persoonlijke doeleinden te gebruiken. Dit kan leiden tot suboptimale, maar statusverhogende, investeringen of overnames, te conservatief beleid, het te lang vasthouden aan de eigen functie door bestuurders, en tot overcompensatie van bestuurders². Naast het toezicht door de RvC zijn voor dit conflict nog drie deeloplossingen denkbaar: optie- of aandelenbezit als compensatie voor bestuurders, de controlerende functie van de markt en directe invloed van grootaandeelhouders.

Oplossingen voor het conflict tussen aandeelhouders en bestuurders

Voor het oplossen van het conflict tussen aandeelhouders en managers is openheid een eerste vereiste, en in dat opzicht zijn de kabinetsvoorstellen een grote vooruitgang. Echter, ook dan vormen de drie bovenstaande deeloplossingen geen afdoende oplossing voor dit conflict. De redenen daarvoor worden hieronder per deeloplossing besproken.

Opties

De eerste deeloplossing is managers meer in lijn brengen met aandeelhouders door lange-termijncompensatie in de vorm van optie- of aandelenbezit. Uitgebreid onderzoek in de Verenigde Staten, Duitsland en Japan toont aan dat het verband tussen de compensatie van bestuurders (in de RvB) en toekomstige bedrijfsresultaten wel aanwezig, maar beperkt is³. Tegelijk lijkt een duidelijker verband trouwens een onwenselijk neveneffect voor risico-mijdende bestuurders te impliceren⁴, evenals het feit dat optieregelingen ruime mogelijkheden voor bestuurders bieden in eigenbelang te handelen bij tekortschietend toezicht door de RvC⁵. Dit is één interpretatie van recente perikelen rond Van Leer waar bestuurders zonder consultatie met de RvC hun optiepakketten en aandelenbezit van de hand deden, voordat men de onderhandelingen in ging over een overnamebod, dat de koers enorm had opgedreven⁶. De kabinetsmaatregel die meer informatie in de jaarrekening over de beloning van het management voorschrijft, zal wellicht voor meer druk van buitenaf zorgen.

Stemmen met de voeten

De controlerende functie van de markt door middel van overnames - zodat falend management door nieuwe aandeelhouders aan de kant gezet kan worden - is in Nederland beperkt door de wijdverspreide beschermings-constructies⁷, door het gebrek aan een voldoende liquide markt voor veel fondsen, en door politiek en lobbygroepen. Vijandige overnames van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven komen dan ook zelden voor. Het wetsvoorstel beschermingsconstructies, dat als uitgangspunt heeft dat een doelwitvennootschap zich tenminste tijdelijk tegen een vijandige overname moet kunnen beschermen, zal hier weinig verandering in brengen. Vanuit een oogpunt van efficiëntie heeft dit overigens ook voordelen, omdat vijandige overnames in de regel zeer kostbaar zijn en het gevaar van suboptimale, statusverhogende overnames wordt verkleind. De controlerende functie van het 'stemmen met de voeten', namelijk het verkopen van de aandelen als machtsmiddel van de markt, is zeer beperkt aangezien veel fondsen slechts sporadisch terugkeren naar de kapitaalmarkt. Ondernemingen zijn daardoor onvoldoende gevoelig voor toenemende kosten van eigen vermogen. Tegelijk lijken met name sommige middelgrote beursgenoteerde bedrijven zich nog onvoldoende te realiseren dat meer openheid en verantwoording van bestuur, vertaald in een hogere koers en meer vertrouwen van beleggers, grote voordelen kan hebben⁸.

Grootaandeelhouders machteloos

Een ander punt is de geringe invloed die grootaandeelbezitters in het algemeen op aandeelhoudersvergaderingen uitoefenen. Zij hebben in principe wel de motivatie om zich actief op te stellen, en kunnen zo het 'free rider'-probleem voorkomen dat ontstaat bij wijdverspreid aandelenbezit; hierbij loont het individuele aandeelbezitters niet om tijd en geld in controle te steken. Recent onderzoek toont aan dat het aandelenbezit in Nederland zeer geconcentreerd is, zowel in absolute als relatieve zin, hetgeen deels het gevolg lijkt van de internationaal gezien zeer zwakke positie van aandeelhouders in Nederland ⁹. Voor de helft van de 137 onderzochte bedrijven bezitten de vijf grootste aandeelhouders tenminste 44% van de gewone aandelen, voor een kwart van de bedrijven ten minste 65%. Anders dan nu zullen na implementatie van de voorgestelde wetswijzigingen deze belangen recht kunnen geven op ongeveer proportioneel stemrecht. Zodra stemmen per volmacht (proxy voting) en volmachten verzamelen (proxy solicitation) mogelijk worden, kan dit percentage zelfs nog sterk worden uitgebreid.

Om diverse redenen is het echter aannemelijk dat de grootaandeelhouders (voor zover zij geen deel uitmaken van de RvC of de RvB) ook na implementatie van de huidige voorstellen slechts een beperkte controlerende functie zullen kunnen uitoefenen.

Ten eerste kunnen ook partijen met een meerderheid van stemmen benoemingen of ontslag van (leden van) de RvC (laat staan van de RvB) niet direct beïnvloeden. De huidige voorstellen om goedkeuring van het door de RvB gevoerde beleid en het door de RvC uitgeoefende toezicht, alsmede redelijke verzoeken van kapitaalverschaffers van zekere omvang op de agenda van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA) te laten plaatsnemen, zal in de praktijk niet meer dan een signaalfunctie hebben. Immers, de RvC en de RvB kunnen na vaststelling van de mening van de AvA overgaan tot de orde van de dag.

Verder lijkt slechts een zeer beperkt deel van de huidige (groot-)aandeelhouders geïnteresseerd om een actieve voortrekkersrol te gaan vervullen. In 1996 waren de gemiddelde gemelde belangen van banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen respectievelijk 7,4%, 10,4% en 0,6% (zie voetnoot ⁷). Bank en verzekeringsmaatschappijen hebben vaak reeds als dienstverlener en crediteur grotere belangen en directere invloed op het beleid van de onderneming. Pensioenfondsen hebben slechts een zeer beperkt eigendom en geen onafhankelijke positie indien zij onderdeel zijn van een specifiek bedrijf. Grote belangen van een restgroep van financiële instellingen, van andere bedrijven die optreden als groep en van individuen zijn meestal te zeer verdeeld over een groot aantal kleine spelers, zodat van echte grootaandeelhouders nauwelijks meer sprake is.

Efficiënte implementatie van stemmen per volmacht wordt moeilijk door de grote groep van buitenlandse aandelenbezitters, door beschermingsconstructies in vredes- en oorlogstijd, en door de niet-opgeëiste stemvolmachten van certificaathouders beheerd door administratiekantoren, die meestal niet onafhankelijk van de onderneming opereren en in 1996 door 39% van de bedrijven werden gebruikt. Indien grootaandeelhouders ontbreken, blijkt het volmachtmechanisme in de Verenigde Staten zeer lastig en duur, zeker in het geval van tegenwerkende bestuurders ¹⁰.

De aanwezigheid van grootaandeelhouders heeft tenslotte ook nadelen, aangezien het leidt tot gebrekkige diversificatie en liquiditeit en tot een vergroot belang voor bescherming van kleine aandeelbezitters.

De conclusie is dat de compensatiestructuur van bestuurders, de dreiging van overname door een andere partij en de grootaandeelhouders in Nederland ook gezamenlijk niet als volwaardig alternatief kunnen dienen voor het toezicht door de RvC.

Effectief toezicht door buitenstaanders

De zeer diverse samenstelling van ondernemingsbesturen in de VS (die slechts uit één laag bestaat, dus RvC gecombineerd met RvB) geeft uitstekende mogelijkheden om na te gaan hoe en wanneer toezicht effectief is, hoewel deze resultaten naar de specifieke Nederlandse situatie zullen moeten worden vertaald. Van belang voor Nederland is vooral het onderzoek naar het plaatsnemen van meer buitenstaanders (dus geen huidig of ex-topmanagement) in het bestuur, die geacht worden effectiever toezicht te kunnen houden. In lijn met deze overtuiging vormen buitenstaanders tegenwoordig een numerieke meerderheid in verreweg de meeste Amerikaanse ondernemingsbesturen. Echter een recente studie geeft overtuigend aan dat bedrijven met een duidelijke meerderheid aan buitenstaanders in het bestuur aanzienlijk slechter presteren dan bedrijven met meer gebalanceerde besturen ¹¹. Voor de Amerikaanse situatie moet dus worden geconstateerd, dat besturen te ver doorgesloten lijken te zijn in het vervangen van insiders door buitenstaanders in de ondernemingsbesturen. Voor de Nederlandse situatie, waar de RvC enkel uit buitenstaanders en ex-topmanagement bestaat en aandeelhouders veel minder invloed hebben dan in de VS, betekent het in de eerste plaats dat toezicht door de RvC onafhankelijk van de RvB verre van vanzelfsprekend is. Daarnaast plaatst het vraagtekens bij de aanbeveling van de commissie Peters-I om het aantal ex-topmanagers in de RvC tot één te beperken.

Conclusie en beleidsimplicaties

Ondanks het grote belang van toezicht door de RvC is het verre van vanzelfsprekend dat buitenstaanders in de RvC dat ook effectief en onafhankelijk doen, ook na de verbeteringen door de implementatie van de voorgestelde wetswijzigingen. De andere mechanismen lijken niet in staat de diverse mogelijke conflicten tussen RvB en overige belanghebbenden op te lossen. De positie van de aandeelhouders behoeft daarbij de meeste verbetering, die verder dient te gaan dan meer transparantie en relatief vrijblijvende goedkeuringen van beleid of toezicht alleen.

De belangrijkste aanbeveling die hieruit volgt, is dat de RvC direct verantwoordelijk aan de aandeelhouders dient te worden gemaakt, door aandeelhouders stemrecht te geven aangaande benoemingen en met name ontslag van (leden van) de RvC. Dit betekent niet dat aandeelhouders ondernemingsbeslissingen gaan nemen of institutionele beleggers zitting in de RvC krijgen, zeker als het nomineren van nieuwe leden van de RvC uitsluitend aan de RvC zelf wordt voorbehouden. Het probleem van afwezigheid van veel aandeelhouders op de AvA kan worden opgelost door een bepaling dat benoemingen enkel kunnen worden tegengehouden en ontslag slechts wordt verleend indien een bepaalde fractie van het kapitaal daarvoor stemt. Stemmen per volmacht is bovendien een goed middel om dit probleem van afwezigheid op te vangen. Wel geeft het de aandeelhouders directe invloed (en daarmee de motivatie) om zich actiever op te stellen, terwijl het de RvC meer reden geeft om de RvB kritisch en onafhankelijk te volgen. Tegelijkertijd houdt de RvC de mogelijkheid

om te toetsen of de belangen van de overige belanghebbenden wel voldoende in acht worden genomen (zie ook het kader over de relatie tussen de aandeelhouders en de overige belanghebbenden). Alle voordelen die het Nederlandse systeem van gescheiden toezicht en bestuur worden toebedeeld blijven bestaan ¹². Bovendien blijft de continuïteit gewaarborgd doordat aandeelhouders geen directe invloed op de RvB hebben.

Aandeelhouders en andere belanghebbenden

Aangezien andere belanghebbenden in Nederland aanzienlijk betere mogelijkheden hebben voor hun belangen op te komen, is het onafhankelijk toezicht door de RvC vooral voor aandeelhouders van het grootste belang. Daarbij is het inzicht, dat verbeteringen voor één groep niet ten koste van de andere hoeven te gaan, erg belangrijk ¹³. Werknemers profiteren van een nadruk op lange-termijn-resultaten voor aandeelhouders en meer openheid en verantwoording van het bestuur, aangezien deze zaken de beste garantie lijken voor het verhogen van de productiviteit maar ook van de werkgelegenheid ¹⁴. Alternatieve strategieën om de waarde van de onderneming langdurig te verhogen hebben zeer uiteenlopende sociale consequenties. Het lijkt echter een fabeltje dat de meerderheid van de aandeelhouders in Nederlandse fondsen enkel in korte-termijn-winsten geïnteresseerd zou zijn. De belangen van werknemers en aandeelhouders komen derhalve op de lange termijn vaak overeen.

Er zijn nog drie andere beleidsimplicaties. De RvB beschikt nog over teveel mogelijkheden om buitenstaanders in de RvC te krijgen die het management onvoldoende disciplineren, bijvoorbeeld door persoonlijke relaties of indirect gemeenschappelijke belangen. Meer openheid in het nominatie- en selectieproces en maatregelen om de invloed van het management hierop te verkleinen kunnen helpen. Aangezien insiders ook voordelen hebben, en kunnen zorgen dat niet alleen daadkrachtige maar ook juiste beslissingen worden genomen, zal hier altijd een bepaalde tegenstrijdigheid blijven bestaan.

De RvC zou meer kunnen worden gemotiveerd door middel van lange-termijn-compensatie in de vorm van optieregelingen en aandelenbezit. Hoewel een positief verband van deze compensatie voor buitenstaanders (nog) niet afdoende aangetoond is, verdient het aanbeveling om leden van de RvC meer in lijn met aandeelhouders te brengen.

Leden van de RvC hebben soms een grote kennisachterstand op management wat betreft de specifieke onderneming en industrietak, en zijn voor hun informatie dan ook grotendeels afhankelijk van het management. Ze zijn daarnaast soms te sterk belast met andere bestuurlijke bezigheden. Om deze reden is het belangrijk bij de commissarissen meer te letten op kennis en vaardigheden dan op vermeende onafhankelijkheid, meer mogelijkheden voor extern advies door de RvC te creëren, het bezetten van te veel functies tegelijkertijd te ontmoedigen bijvoorbeeld door opname daarvan in het jaarverslag, en het opnemen van de beperking van één ex-topmanager in de RvC niet wettelijk vast te leggen.

Zie ook:

K.J.M. Cremers, [Commissarissen van buiten, een gemengde zegen](#), *ESB*, 3 september 1999, blz. 624

¹ Zie S. Myers, Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 1977, blz. 147-175.

² Zie respectievelijk S. Grossman en O. Hart, One share-one vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, 1988, blz. 175-202; A. Shleifer en R.W. Vishny, Management entrenchment: the case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics*, 1989, blz. 123-140; M. Jensen en R. Ruback, The market for corporate control: the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 1983, blz. 5-50.

³ M. Jensen en K. Murphy, Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy*, 1990, blz. 225-63, en S. Kaplan, Top executive, turnover, and firm performance in Germany, *Journal of Law, Economics and Organization*, 1994, blz. 142-59. Voor de Nederlandse situatie wordt momenteel onderzoek gedaan door de KUB en de Erasmus Universiteit Rotterdam, gesteund door enkele pensioenfondsen.

⁴ J. Haubrich, Risk aversion, performance pay, and the principal-agent problem, *Journal of Political Economy*, 1994, blz. 258-276.

⁵ D. Yermack, *Good timing: CEO stock option awards and company news announcements*, New York University, 1995.

⁶ RvC Van Leer gepasseerd bij optieverkoop, *Het Financieele Dagblad*, 14 mei 1999.

⁷ A. de Jong, R. Kabir, T. Marra en A. Röell, Ownership and control in the Netherlands, in: *The separation of ownership and control: a survey of 7 European countries*, preliminary report to the European Commission. Vol. 4, Brussel, European corporate governance network.

⁸ F. Felton, A. Hudnut en J. van Heeckeren, Putting a value on board governance, *The McKinsey Quarterly*, 1996, blz. 170-175 en J.A. Hawkins, Why investors push for strong corporate boards, *The McKinsey Quarterly*, 1997, blz. 145-148.

⁹ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes en A. Shleifer, Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, 1999, blz. 471-518.

¹⁰ P. Dodd en J. Warner, On corporate governance: a study of proxy contests, *Journal of Financial Economics*, 1983, blz. 401-439.

11 S. Bhagat en B. Black, Board independence and long-term firm performance, Working paper, 1998 ([zie mijn bespreking](#) op de volgende bladzijde van deze ESB Economie in Bedrijf).

12 P.W. Moerland, Nederlandse bestuurder kan rekenen op goed, onafhankelijk toezicht, *Het Financieele Dagblad*, 16 april 1998.

13 L.E. Preston en H.J. Sapienza, Stakeholder management and corporate performance, *The Journal of Behavioral Economics*, 1990, blz. 361-375.

14 J. Bughin en T.E. Copeland, The virtuous cycle of shareholder value creation, *The McKinsey Quarterly*, 1997, blz. 156-167.