Tijdschrift voor Corporate Finance

2002 Nummer 1

JAARGANG 7

Prof. dr. A.W.A. Boot
Voorwoord 4

J. Bletz
Doorgroei van de corporate creditmarkt 6

Prof. dr. F.M. Templaar
Corporate governance in Nederland 12

R.A.J.T. Haan
The Changing Market Microstructure of Dutch Small- and Midcaps 19

Drs. P.G.J. Roosenboom en dr. L.R.T. van der Goot
Valuing IPOs: The Corporate Governance Dimension 38

A. Triantis and A Boriso
Real Options: State of the Practice 59

NIB CAPITAL

ELSEVIER bedrijfs-informatie

VOORWOORD

VAN CORPORATE GOVERNANCE TOT FLORERENDE FINANCIËLE MARKTEN

'Moderne' corporate governance, met een duidelijke verantwoordingsplicht van het bestuur van de onderneming aan aandeelhouders en andere stakeholders, komt steeds meer in zwang. In zijn bijdrage 'Corporate governance in Nederland', opgenomen in dit nummer, schetst Tempelaar de geschiedenis van de corporate governance discussie in Nederland. De discussie is nog volop in beweging en als er iets blijkt uit zijn overzicht dan is het dat er voor aandeelhouders een grotere rol te verwachten is.

De meest in het oog springende corporate governance zaak in Nederland in het afgelopen jaar was ongetwijfeld HBG. Juist deze zaak vind ik een goede illustratie van wat er qua regelgeving verkeerd is met corporate governance in Nederland. De zaak betrof ontevreden aandeelhouders die een procedure aanspande tegen HBG bij de Ondernemingskamer. In een voorlopig hoogtepunt (of dieptepunt, naargelang de zijde waaraan je staat) heeft HBG van deze Ondernemingskamer toch het groene licht gekregen voor haar plannen om een joint venture met Ballast Nedam te realiseren; HBG's aandeelhouders waren hiervoor niet geporteerd. Of de uitspraak er nog echt toe doet is de vraag – HBG is zelf een overname kandidaat geworden door een bod van het Spaanse Grupo Dragados op HBG – maar hieraan ga ik even voorbij.

Het heeft er om gehangen of de Ondernemingskamer HBG het groene licht zou geven. De Ondernemingskamer van het Amsterdamse gerechtshof ging pas na een tweede onderzoek akkoord met de joint venture. Maar als klap op de vuurpijl heeft zij wel wanbeleid geconstateerd. De Ondernemingskamer verwijt HBG dat zij zonder consultatie van haar aandeelhouders een bod van Boskalis op een deel van haar activiteiten heeft afgewezen en in plaats daarvan een samenwerking/joint venture is aangegaan met Ballast Nedam; en hiermee samenhangend de 'tot misverstand en een vertrouwensbreuk leidende wijze van het verschaffen van informatie daaromtrent'.

Deze zeer dominante rol van de Ondernemingskamer is mij een doorn in het oog. In feite komt de Nederlandse praktijk er op neer dat rechters van de Ondernemingskamer op de stoel van de bestuurders gaan zitten, en moeten beslissen wat het beste is voor de onderneming. Dit is een bijna onmogelijke taak; een juridisch college is nu eenmaal niet bepaald in een positie om een inhoudelijk oordeel te vellen over het ondernemingsbeleid (tenzij er sprake is van evidente nalatigheid of onoorbaar gedrag). Dit gaat mijns inziens ten koste van de aandeelhouders. Was het niet veel logischer geweest dat de aandeelhouders zich hadden kunnen uitspreken over de vertrouwensvraag, in plaats van dat de Ondernemingskamer via haar kwalificatie 'wanbeleid' dit impliciet doet? Ik zie de tekortschietende Nederlandse wetgeving als primaire schuldige.[1]

Als de recente ontwikkelingen in Nederland en er buiten iets laten zien dan is het dat er niet valt te ontkomen aan een wetgeving die meer rechten geeft aan aandeelhouders. Toch past hier ook enige zorg. Aandeelhouders zijn niet de enige stakeholder, en ondernemingen kunnen niet floreren als zij zich op dagelijkse basis laten leiden door de sentimenten van de financiële markten, bij uitstek het speelterrein van de aandeelhouders. 'Goede' ondernemingen zullen dit onderkennen en via het opbouwen van vertrouwen bij aandeelhouders (en de financiële markten) ruimte verschaffen voor een standvastig, maar ook waar nodig, flexibel ondernemingsbeleid verlost van de waan van de dag. Dit is cruciaal, anders is de aandeelhoudersinvloed een 'mixed blessing'. Het belang van flexibiliteit en de financiële markten staat centraal in de andere bijdragen aan dit nummer.

Triantis en Borison in hun bijdrage 'Real options: state of the practice' aan dit nummer, benadrukken het belang van flexibiliteit en het inspelen op nieuwe informatie bij investeringsbeslissingen. In dit kader bespreken zij de waarde van de real options methodologie als een benadering die het finance/financiële markt georiënteerde beslissingsproces koppelt aan de strategie van de onderneming. Dit is misschien wel de

grootste uitdaging. Met de aandeelhoudersrevolutie en allerlei hiervan afgeleide managementbenaderingen (EVA, value management, etc.) lijkt er een tweespalt te ontstaan tussen de creatieve strategiegeoriënteerde manager en de misschien wel mechanische finance professionals.

De financiële markten staan centraal in de overige drie bijdragen. Of het nu gaat over de invloed van (goede) corporate governance op initial public offerings (IPO's, de bijdrage van Roosenboom en Van der Goot), de verhandelbaarheid van small- en midcap aandelen (de bijdrage van Haan) of de nog steeds weinig ontwikkelde Europese markt voor bedrijfsobligaties (een interview met Sikking en Mertens), alle bijdrage wijzen op de onvermijdelijke verdere proliferatie van financiële markten en de nog achterblijvende Continentaal Europese praktijk en regelgeving.

Kortom een uitgave van het Tijdschrift voor Corporate Finance dat een volledig beeld geeft van de actuele problematiek van corporate governance, financiële markten en de hieraan gerelateerde ondernemingsstrategie.

Arnoud W.A. Boot
Hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten, Universiteit van Amsterdam, en director van het Amsterdam Center for Corporate Finance

Noot

1 Voor een overzicht van de actiepunten voor wat betreft corporate governance zie A.W.A. Boot, 'Corporate governance: hoe verder?', Maandschrift voor Accountancy en Bedrijfseconomie, 73 (10), 1999, 533-544. Een nadere beoordeling van de HBG situatie is opgenomen in A.W.A. Boot, 'Revolutie in corporate governance met ontbrekende schakel', mimeo, Universiteit van Amsterdam, www.fee.uva.nl/fm/people/bootcv.htm