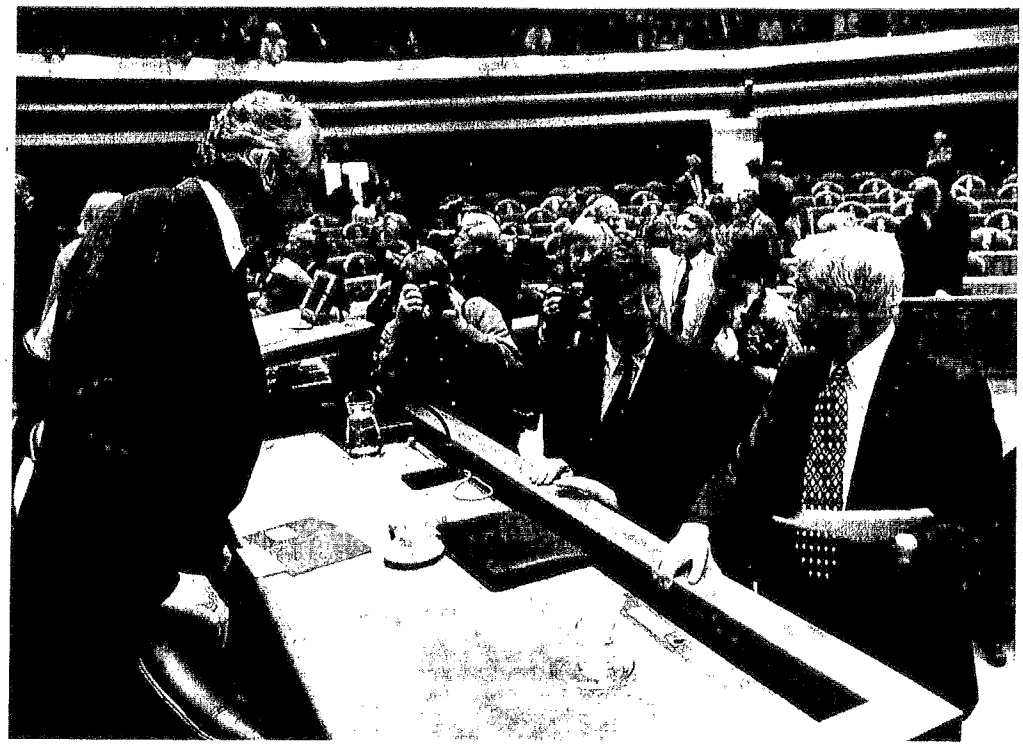


Premier Kok, achter de regeringstafel in de Tweede Kamer, regelt informeel de werkzaamheden met de fractievoorzitters Wallage (PvdA) en Bolkestein (VVD): ...overheid en parlement moeten fundamenteel debat niet uit de weg gaan... FOTO STOKVISMICHIEL SABLEROLLE

Corporate governance verdient breed en genuanceerd debat

Overheid en parlement pleiten te ongenuanceerd voor meer marktwerking. Dat blijkt ook uit de inperking van het debat over corporate governance tot ondernemingsleider en aandeelhouder.

DOOR A.W.A. BOOT

HET woord corporate governance is hard op weg het modewoord van de jaren negentig te worden. Hoewel et zich moeilijk in het Neder-nds laat vertalen, zou je het unnen omschrijven als de wijze aarop allerlei betrokkenen in-loed kunnen uitoefenen op het ndernemingsbeleid. De groep etrokkenen is breed, immers, in ize ondernemingen komen de elangen van velen samen. Zo an men denken aan aandeelhou-ers, werknemers en banken, aar ook bedrijfschappen, pro-uktcoöperaties en consumenten nemers). Het debat over corpo-te governance raakt dan ook t hart van onze maatschappij.

Geheel ten onrechte heeft het bat zich in Nederland verengd t een strijd tussen onderne-ingsbesturen en beleggers (aan-elhouders). De discussie moet rbreed worden, om hiermee rtzichtige en schadelijke 'op-ssingen' te voorkomen. Een be-ngrijke conclusie is dat de over-id een trekkende rol moet ver-llen; het algemeen belang mag et ondergeschikt worden aan n onderonsje tussen onderne-ngen en beleggers.

Eerst een chronologie van de beurtenissen. De discussies er corporate governance zijn ak incidentgedreven. Zo is het lliet gaan van een grote Neder-ndse onderneming — of het nu kker is of DAF — altijd weer len om 'corporate governance' n de orde te stellen. Daarnaast er die drukte over het An-lsaksische ondernemingsmodel t een actieve overnamemarkt de (vermeende) grote invloed n aandeelhouders. Juist die rnamemarkt is keer op keer or de Amsterdamse Effecten-rs aanleiding om het feno-en beschermingsconstructies n de orde te stellen. Deze moe-voorkomen dat onderneminn niet zomaar kunnen worden gekocht, om als warme brood-over de toonbank te worden handeld.

Zo stelde de Vereniging voor de ectenhandel — de beurs — in 6 een commissie in om de rs te adviseren over het te voe-beleid inzake beschermings-structies (commissie-Van der nten). Deze commissie pleitte or handhaving van de status-; zij nam dus een pro-bescher-ngsconstructiesstandpunt in. beurs bracht daarop een eigen port uit dat hiertegenin ging, een stringenter beleid ten aan-n van beschermingsconstruc-voorstelde. Na zeer veel com-tie vonden beurs en de Vereni-g van Effecten Uitgevende on-nemingen (de VEUO) zich in ogenaamde Bijlage X van het dsenreglement, dat enige nzen stelt aan de opeenstape-f van beschermingsconstruc-. Veel stelde dit niet voor, on-nemingen waren nog steeds eembare vestingen.

mper zeven jaar later waren rs en VEUO weer in een kat-nuisspel gewikkeld. Neder-d werd vorig jaar verblijd met nieuw compromis tussen rs en VEUO, mede geïnspi-d door dreigementen van mi-er Zalm voor wettelijk ingrij-in de zijns inziens te be-rmde positie van onderne-gsbestuurders, met dito wei-invloed voor aandeelhouders.

laatste compromis is een jnakkoord, hoewel, schappe-r verwoord, eraan toege-gd kan worden dat beurs en FO aan symptoombestrijding . Dit laatste geldt inmiddels voor minister Zalm omdat hij ndanks eerdere dreigementen anders deden vermoeden — grotendeels heeft ingestemd het akkoord. In grote lijnen kent het akkoord dat een par-ie ten minste 70% van de aan-n in zijn/haar bezit heeft, na afkoelingsperiode van ten ste één jaar via de Onderne-gskamer — bij goede en zinvolle bedoelingen — zeggenschap kan verkrijgen. De Ondernemingskamer kan dus besluiten om de beschermingsconstructies buiten werking te stellen.

Financieringsprefs

Het akkoord staat of valt met de mogelijkheid om 70% van de aandelen te bemachtigen. Zoals te verwachten viel, hebben veel ondernemingen in recordtijd beschermingsconstructies geïntroduceerd die dit onmogelijk maken. Financieringsprefs — aandelen die tegen een fractie van de beurskoers worden uitgegeven, maar wel volledig stemrecht hebben — zijn het tovermiddel. Sinds het akkoord van beurs en VEUO zijn ze door vele ondernemingen geïntroduceerd (waaronder Océ, Ahold, DSM en Hoogovens). Deze prefs maken van de 70%-regel een onneembare hindernis. Zeker gezien de timing van uitgifte van de prefs — halsoverkop toen duidelijk werd dat Zalm zich kon vinden in het compromis van beurs en VEUO — waren de reacties van de direct betrokkenen op zijn zachtst gezegd lachwekkend; kabelfabrikant NKF: financieringsprefs zijn niet bedoeld als beschermingswal; Océ: financieringsprefs zijn ideaal: een verbetering in de vermogenspositie zonder verwatering, eventuele bescherming is slechts bijwerking; ABN Amro: financieringsprefs zijn een aantrekkelijk financieringsinstrument. Misschien slaat ABN Amro met deze laatste opmerking onbedoeld de spijker op zijn kop: voor de financier zijn ze waarschijnlijk zeer aantrekkelijk. Immers, deze overhaaste plaatsing van prefs heeft zeker niet tegen concurrerende condities plaatsgevonden. De echte aandeelhouders zijn dus wederom het slachtoffer.

Symptoombestrijding

De weg naar de Ondernemingskamer is dus onbegaanbaar. Maar wat te zeggen over deze fixatie op beschermingsconstructies en daarmee vijandige overnames? Voor zover vijandige overnames noodzakelijk zijn, duidt het daadwerkelijk zich voordoen van een vijandige overname op het falen van het systeem van corporate governance. Wat ik hiermee bedoel is dat een systeem van corporate governance voldoende correctiemechanismen zou moeten hebben, zodat vijandige overnames alléén in de meest exceptionele omstandigheden opportuun zijn. Fixatie op beschermingsconstructies is dus symptoombestrijding. Een helder, doorzichtig systeem van corporate governance met een verantwoordingsplicht van ondernemingsbestuurders en commissarissen zou moeten leiden tot een tijdige bijsturing en correctie op het besluitvormingsproces in de onderneming.

Verbeteringen zijn zeer zeker mogelijk. Zo is de positie van de raad van commissarissen in dit land zeer beschermd, terwijl hij tegelijkertijd de primaire rol heeft in corporate governance. Hiervoor zijn allerlei oplossingen mogelijk. Verschillende participanten zouden invloed moeten hebben op de samenstelling van de raad, zonder een situatie te creëren waarbij de raad uit blokken van direct belanghebbenden komt te bestaan. Dit laatste om constructieve verhouding te waarborgen. Daarnaast zal de raad werkelijk verantwoording moeten afleggen. Hierdoor zal de raad alerter worden, wat ook geldt voor de bestuurders van ondernemingen.

De beurs en VEUO hebben ons allen op een dwaalspoor gezet. We zitten aardig in de puree. Misschien had de beurs edelmoedige motieven om aandeelhouders meer invloed te geven; de nu maasal uitstaande financieringsprefs hebben dit volledig gefrustreerd. Daarbij heeft de VEUO het idee dat ze 'wezenlijke concessies' heeft gedaan, dus van haar is voorlopig geen verdere bijdrage te verwachten. De beurs heeft inmiddels als mosterd na de maaltijd een Commissie Corporate Governance ingesteld die nu mag gaan adviseren over iets wat al heeft plaatsgevonden.

Schijnbaar zat de angst er bij de beurs goed in na het echec van 1988 toen zo'n commissie wel mocht adviseren voordat er sprake was van definitieve besluitvorming. Hoe dan ook — misschien zie ik dit wel wat te zwaar —, de commissie kan hopelijk het corporate-governancedenken in een breder kader plaatsen dan louter de wenselijkheid van beschermingsconstructies.

Breder debat

De problematiek van corporate governance gaat ons allemaal aan. De problematiek is dus niet het exclusieve (of zelfs primaire) domein van effecten uitgevende ondernemingen en aandeelhouders, maar evenzeer dat van werknemers, obligatiehouders, overheid en ongetwijfeld nog anderen. Jammer genoeg is het debat inhoudelijk verengd tot beschermingsconstructies, en qua deelnemers verengd tot aandeelhouders en ondernemingen (met de beurs als arbiter). Dit laatste is nu zelfs geïnstitutionaliseerd in een commissie, wat tevens de inhoudelijke verenging versterkt.

De schuld ligt mijns inziens primair bij de overheid. Ik kan mij niet aan de indruk onttrekken, dat vanuit de ministeries van Economische Zaken en Financiën, maar ook vanuit het parlement, te ongenuanceerd wordt gepleit voor marktwerking. Zie de weinig doordachte plannen (en effectuering) van verzelfstandiging en privatisering van overheidslichamen en -taken, de wens de SER te ontmantelen, de discussies over de rol van allerlei bedrijfsorganen en bedrijfschappen etc. De plotselinge interesse van overheid en politiek voor corporate governance past in dit rijtje en vereist evenzeer een veel genuanceerder debat. Zij moet dus onmiddellijk ophouden met het nemen van ingrijpende beslissingen zonder eerst een fundamenteel debat en studies te hebben afgewacht.

De overheid heeft bovendien als taak om een grote groep belanghebbenden bij dit debat te betrekken. Nu zij dit heeft verzuimd, is het vanuit de beurs bezien niet zo gek om alleen ondernemingen en beleggers (aandeelhouders) hierbij te betrekken. De beurs is er immers niet voor het algemeen belang en wil juist deze partijen te vriend houden.

Een fundamenteel debat over corporate governance vereist gedegen studies met concurrerende visies. Zo is een recente studie van het Centraal Planbureau, die zich zeer negatief uitlaat over het functioneren van onze raad van commissarissen, een goed voorbeeld. Meerdere studies zijn echter nodig. Juist op het vraagstuk van corporate governance is geen vooruitgang mogelijk zonder strijd tussen opvattingen en visies! De gedegen studies zijn een eerste stap in het fundamentele debat. De volgende stap vereist niet dat betrokkenen moeten convergeren tot een gemeenschappelijke visie. Wél moeten onderlinge discussies tussen betrokkenen, mede op basis van de studies, op het punt van diagnose en identificatie van mogelijke knelpunten duidelijkheid scheppen. Vanuit diagnose en identificatie van knelpunten kan dan gedacht worden over mogelijke veranderingen in ons systeem van corporate governance.

De vraag blijft waarom de overheid een fundamenteel debat uit de weg gaat. Ongetwijfeld speelt mee dat zij een bepaalde daadkracht wil tonen. Studies of debat worden nu eenmaal niet gezien als acties, vandaar de pogingen om onmiddellijke veranderingen door te voeren of af te dwingen. In het geval van corporate governance heeft dit de fixatie op beschermingsconstructies versterkt. Er is in dit geval sprake van 'actie', maar helaas zeker niet van vooruitgang.

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