

De achilleshiel van Tabaksblat

Het rapport van de commissie-Peters heeft niet tot veel concrete veranderingen geleid. Wat kunnen we verwachten van zijn opvolger, de commissie-Tabaksblat?

A. de Jong en P.G.J. Roosenboom*

Corporate governance is in eerste instantie relevant bij beursgenoteerde ondernemingen, waar agency-problemen zich manifesteren omdat de aandeelhouders niet direct betrokken zijn bij de onderneming. De aandeelhouders hebben strategievorming en operationele activiteiten gedelegeerd aan professionele bestuurders. Het toezicht op de bestuurders is gedelegeerd aan commissarissen. Uiteraard hebben deze belanghebbenden niet alleen verschillende rollen, maar zijn er ook verschillen in toegang tot informatie en verschillende belangen. Omdat hieruit een spanningsveld zal ontstaan tussen bestuurders, commissarissen en aandeelhouders, is het belangrijk structuren te hebben die agency-kosten minimaliseren.

In Nederland is in de loop van de tijd een situatie ontstaan waarbij bestuurders relatief veel macht hebben. Van deze bestuurders kan niet worden verwacht dat zij hun sterke positie zonder meer opgeven. Het is dan ook niet vreemd dat vijf jaar na het rapport van de commissie-Peters met name de aanbevelingen zijn overgenomen die in de tussentijd in de wet zijn vastgelegd¹. In de financiële pers is al uitgebreid gediscussieerd over

de inhoud van de code die de commissie-Tabaksblat voorstelt. Gezien de problemen met de naleving van Peters' code, is het opvallend dat nog geen aandacht is besteed aan de naleving van deze nieuwe code². In deze bijdrage bespreken wij drie redenen waarom ondernemingen de nieuwe code niet hoeven na te leven: de achilleshiel van Tabaksblat.

Tabaksblat

Tabaksblat beveelt aan om in de wet vast te leggen dat beursgenoteerde ondernemingen in het jaarverslag een verslag opnemen van de naleving van de code en uitleg geven op welke punten zij afwijken van de bepalingen. De externe accountant moet dit onderdeel van het jaarverslag aan onderzoek onderwerpen. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) stelt vast dat een verklaring is opgenomen; zij toetst de tekst dus niet inhoudelijk. De commissie is duidelijk over de instantie die toeziet op de toepassing: *"Het is uiteindelijk aan de aandeelhouders om het bestuur en de raad van commissarissen, indien zij dit wensen, omtrent de inhoud van het hoofdstuk over corporate governance en de verklaring over de code ter verantwoording te roepen"*³. De minister van Financiën wil deze 'pas toe of leg uit'-regel in de wet vastleggen. De effectiviteit van de code hangt af van de bereidheid van ondernemingen om de bepalingen over te nemen. In het Verenigd Koninkrijk is gebleken dat 'comply or explain' goed werkt, zowel voor wat betreft de letterlijke toepassing van de regels in de code als de invloed op het bestuur van de Engelse fondsen. De Londense beurs heeft de rol van de AFM op zich genomen en blijktbaar doen de aandeelhouders de rest. De vraag is nu of deze oplossing ook in Nederland werkt. Wij hebben drie bedenkingen.

Zeggenschap: coöptatie

Nederlandse aandeelhouders hebben een zeer beperkte invloed op ondernemingen. Veranderingen zijn op dit gebied echter merkbaar. De laatste jaren worden certificaathouders vaker in staat gesteld zelf te stemmen. Maar doordat het administratiekantoor voor afwezige certificaathouders kan stemmen, heeft deze maatregel niet altijd effect.

Tevens hebben veel Nederlandse ondernemingen het structuurregime. Hier kunnen aandeelhouders formeel een gedeelte van de commissarissen benoemen, echter dan wel uit een voordracht die door de commissarissen zelf is opgesteld. Commissarissen kunnen voordracht van aandeelhouders negeren en aandeelhouders kunnen alleen met tweederde meerderheid een voordracht van commissarissen afwijzen. Ook onder de nieuwe structuurregeling blijft deze vorm van coöptatie voortbestaan. Recentelijk heeft een aantal grote fondsen het structuurregime, dat zij op vrijwillige basis hadden, afgeschaft. Normaliter vindt iedere benoeming bij deze ondernemingen echter nog steeds plaats op bindende voordracht van commissarissen, die met een veto kan worden gestuit. Hiervoor is tweederde van de stemmen en vijftig procent aanwezigheid nodig. Feitelijk is dus sprake van het oude structuurregime.

De broodnodige discussie over zeggenschapsbeperkingen wordt door de commissie-Tabaksblat grotendeels vooruitgeschoven. De commissie wil niet vooruitlopen op Europese wetgeving, maar deze Europese ontwikkelingen zijn helaas zeer onzeker. Voorlopig

* Beide auteurs zijn verbonden aan de faculteit der Bedrijfskunde van de Erasmus Universiteit Rotterdam.
a.jong@fbk.eur.nl

1. A. de Jong en P.J.G. Roosenboom, De balans na vijf jaar Peters, ESB, 20 december 2002, blz. 924-927.

2. Zie www.corpgov.nl voor de volledige tekst van de code en www.fd.nl/goedbestuur voor discussie over de code.

3. Zie pagina 7 van de begeleidende brief van de voorzitter bij de conceptcode.

staat bijvoorbeeld de overname-richtlijn van EU-commissaris Bolkestein in de ijskast.

Institutionele beleggers

De commissie bepleit een controlerende rol voor institutionele beleggers. In de Verenigde Staten zijn institutionele beleggers al geruime tijd succesvol in hun invloed op beursvennootschappen. Een groot deel van de voorstellen tot hervorming wordt door ondernemingen overgenomen. Onderzoek wijst echter uit dat het activisme van twee grote Amerikaanse pensioenfondsen geen significante invloed op de financiële prestaties van de ondernemingen waarin zij actief hebben getracht de zeggenschapstructuren te verbeteren⁴.

Tabaksblat bevat geen stemplicht, maar roept slechts op tot transparantie over stemgedrag. Er is een vrijblijvende informatieplicht achteraf, waarbij institutionele beleggers jaarlijks in hun eigen verslag melden hoe zij hun stemrecht hebben uitgeoefend. Instituten hebben een goede economische reden om niet te stemmen. Aandeelhoudersactivisme kan onrendabel zijn vanwege de kosten, terwijl andere beleggers meeliften op de inspanningen van de instituten. Het hoofd vermogensbeheer van Citigroup is hier helder in: "Wij zijn geen charitatieve instelling. Ik wil doen waar ik voor betaald wordt en voor aandeelhouderactivisme wordt ik niet betaald"⁵. Met name buitenlandse instituten zullen niet door de code worden aangezet tot activisme.

Tevens hebben instituten vaak meerdere belangen in ondernemingen waar zij aandeelhouder zijn en

thus actief moeten optreden. Denk hierbij aan de drie grote beursgenoteerde banken, die concurrenten zijn maar ook belangen in elkaar hebben. Bij de niet-financiële ondernemingen waarvan zij aandelen houden, hebben zij ook leningen, adviseurschappen en gezamenlijke commissarissen⁶. De instituten hebben door deze veelheid aan relaties allerlei motieven, waardoor andere aandeelhouders helemaal niet gebaat zijn bij hun stemgedrag.

Commissarissen in spagaat

In de taakopdracht voor de commissie-Tabaksblat van 10 maart 2003 was reeds vermeld dat het bestaande wettelijke kader en in ontwikkeling zijnde wetgeving als gegeven moesten worden beschouwd. Volgens de wet "dient de Raad van Commissarissen zich te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming"⁷. Er is dus geen sprake van dat de commissarissen speciaal tot taak hebben de belangen van de aandeelhouders te behartigen. Commissarissen zitten hierdoor tussen twee vuren. Enerzijds worden ze door aandeelhouders beoordeeld en in het meest extreme geval ontslagen, terwijl ze anderzijds niet alleen de belangen van aandeelhouders mogen dienen. Hoewel het voor de hand ligt dat op langere termijn de belangen van onderneming en aandeelhouder convergeren, kunnen op kortere termijn conflicten ontstaan, bijvoorbeeld met de belangen van werknemers en afnemers. Commissarissen ontkwamen tot nu aan deze spagaatstand doordat aandeelhouders weinig invloed hebben. Dit nodigt niet uit tot het monitoren van de Raad van Commissarissen door aandeelhouders. De Raad van Commissarissen kan zich immers beroepen op de wettelijke bepaling dat zij het vennootschappelijk belang en niet alleen het aandeelhoudersbelang dienen.

Conclusie

In het weekend zijn er in het linksrijdende Verenigd Koninkrijk

minder verkeersslachtoffers dan in België en de verkeersborden staan aan de andere kant van de weg. Niemand zal, met deze gegevens in het achterhoofd, de oplossing opperen om in België ieder weekend verkeersborden te verplaatsen. Naar analogie hiervan denken wij dat het succes van de 'pas toe of leg uit'-regel in het Verenigd Koninkrijk niet vanzelfsprekend in Nederland te verwachten valt.

Een beter alternatief is aandeelhouders voldoende rechten te geven en een wettelijke basis te creëren voor het gebruik van deze rechten. Aandeelhouders zullen slechts dan commissarissen en bestuurders kunnen dwingen verantwoording af te leggen over de naleving van de bepalingen. Deze oplossing heeft als voordeel dat flexibel kan worden omgegaan met afwijkende situaties en toekomstige ontwikkelingen.

Een minder flexibel alternatief is inhoudelijke toetsing door een orgaan als de AFM. Dit orgaan zou de naleving van de code moeten controleren en sancties opleggen aan ondernemingen die de toetsing niet doorstaan.

Abe de Jong en Peter Roosenboom

De invloed van aandeelhouders

De Hoge Raad heeft in het kader van de zeggenschapsbeperking een interessante uitspraak gedaan in de zaak van HBG tegen de Vereniging van Effectenbezitters en 25 beleggers van 21 februari 2003. De uitspraak is een reactie op de uitspraak van de Ondernemingskamer waarin wettelijke bepaling van HBG – een onderneming met het structuurregime op vrijwillige basis – was vastgesteld, omdat de aandeelhouders niet waren geconsulteerd over een afgewezen aanbod van Boskalis en een joint-venture met Ballast Nedam. De Hoge Raad vernietigde de uitspraak, omdat "...noch bestaande en voorgestelde wettelijke regelingen, rapporten, adviezen en literatuur, noch de in Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance, voldoende steun bieden". De door de Ondernemingskamer aangenomen verplichting tot voorafgaande consultatie van aandeelhouders zou tot een onaanvaardbare rechtsonzekerheid voor andere ondernemingen leiden. Van vertrouwen tussen aandeelhouders en bestuurder kan in deze situatie geen sprake zijn.

4. Zie M.P. Smith, 1996, Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERS, *Journal of Finance*, jrg. 51, 1996, 227-252; en W.T. Carleton, J.M. Nelson en M.S. Weisbach, The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF, *Journal of Finance*, jrg. 53, 1998, blz. 1335-1362.
5. Zie *Het Financieel Dagblad*, 17 juni 2003.
6. Zie bijvoorbeeld De zeven petten van ING, *Het Financieel Dagblad*, 3 februari 2003.
7. Art. 250 boek 2 BW.