

18

AMSTERDAM
SCHOOL OF REAL ESTATE

De Vastgoedlezing 2006

De Vastgoedlezing 2006

Corporate governance, Tabaksblat Code, private equity en ...vastgoed

prof.dr. A.W.A. Boot



De Vastgoedlezing 2006

Corporate governance, Tabaksblat Code,
private equity en ...vastgoed

prof.dr. A.W.A. Boot

CIP-GEGEVENS KONINKLIJKE BIBLIOTHEEK, DEN HAAG
De Vastgoedlezing 2006

Corporate governance, Tabaksblat Code, private equity envastgoed

prof.dr. A.W.A. Boot

Amsterdam, Amsterdam School of Real Estate
(Boekenreeks; 18)
ISBN 90-73440-18-1
Trefw.: De Vastgoedlezing 2006

Uitwerking van de voordracht, zoals uitgesproken ter gelegenheid van de jaarvergadering van de Amsterdam School of Real Estate, op 1 november 2006.

Copyright © 2006

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt worden door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke andere wijze ook, zonder voorafgaande toestemming van de Amsterdam School of Real Estate, Wibautstraat 129, 1091 GL AMSTERDAM.

Arnoud W.A. Boot

Arnoud Boot is hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten en directeur van het Amsterdam Center for Law & Economics aan de Universiteit van Amsterdam. Hij is tevens adviseur van de Riksbank (Centrale Bank van Zweden), Plv. Kroonlid van de Sociaal Economische Raad en Lid van de Bankraad (DNB). Voorheen was hij verbonden aan de J.L. Kellogg Graduate School of Management van Northwestern University in Chicago.

Naast zijn wetenschappelijk werk is professor Boot actief als spreker, adviseur en commissaris. Zo heeft hij de afgelopen jaren geadviseerd over corporate governance- en eigendomsvraagstukken, de publiek/private afbakening, mededingingsvraagstukken, de financiële structuur van ondernemingen, wet- en regelgeving voor de financiële sector, pensioenvraagstukken, en over strategische vraagstukken betreffende de positionering van financiële instellingen. Voor deze vraagstukken heeft hij ook het Amsterdam Center for Corporate Finance opgericht, een "think tank" met als doel de bevordering van de interactie tussen theorie en praktijk.

Professor Boot heeft verschillende verbintenissen met buitenlandse universiteiten. Zo was hij 'Bertil Danielsson Visiting Professor' aan de Stockholm School of Economics in Zweden, en Olin Fellow aan Cornell University in de Verenigde Staten. Momenteel is hij Research Fellow van het Centre for Economic Policy Research (CEPR) in Londen en van het Davidson Institute van de University of Michigan. Hij doceert in verscheidene MBA- en Executive Education-programma's. Hij is redacteur van verschillende internationale tijdschriften, en publiceert in prominente academische tijdschriften, zoals The Journal of Finance en The American Economic Review.

De Vastgoedlezing

Jaarlijks biedt de Amsterdam School of Real Estate aan een erkende deskundige de mogelijkheid om zijn of haar visie te geven op de maatschappelijke betekenis van een vastgoedvraagstuk. Dit platform geniet bekendheid onder de naam 'De Vastgoedlezing'.

De Vastgoedlezing beoogt theorie en praktijk dichter bij elkaar te brengen. Uitgangspunt is het geven van een onafhankelijke analyse, vrij van belangenbehartiging of politieke doeleinden, maar met maatschappelijke relevantie. Voorwaar geen eenvoudige opgave, aangezien vastgoedvraagstukken zich doorgaans kenmerken door de nodige – vaak tegengestelde – belangen. De lezing vraagt van de vastgoeddeskundige om voor even de eigen belangen te laten voor wat ze zijn en een objectieve analyse te geven van de maatschappelijke gevolgen van vastgoedbeslissingen.

Het waarmaken van deze hoge ambitie die de Vastgoedlezing kenmerkt, vormt voor de spreker een grote uitdaging.

De Amsterdam School of Real Estate is bij uitstek het podium om zo'n uitdaging te faciliteren. Het overbruggen van de kloof tussen theorie en praktijk vormt immers een van de bestaansredenen van het instituut, waarin de Universiteit van Amsterdam, de vastgoedsector en het Rijk nauw samenwerken. De Vastgoedlezing is een karakteristiek moment waarop de drie partijen elkaar ontmoeten, met als doel de discussie over een voor Nederland belangrijk vastgoedthema een waardevolle stap verder te brengen.

Het slaan van een brug tussen theorie en praktijk kan vanuit twee kanten worden geïnitieerd. Aan de ene kant van de brug staat de wetenschapper of beleidsmaker, die zijn kennis en visie naar de praktijk wil vertalen. Aan de andere zijde van de symbolische brug bevindt zich de ervaringsdeskundige die een verantwoorde onderbouwing aan zijn visie wil geven.

Voorwoord

Corporate governance lijkt een beetje uit het nieuws te zijn. Waarschijnlijk speelt de verzadiging een rol nadat een aantal jaren bedrijfsschandalen bijna dagelijks de voorpagina's haalden. Een recente ontwikkeling heeft duidelijk gemaakt dat corporate governance nog net zo actueel is als toen de Sarbanes Oxley Act en de Code Tabaksblat volop in het nieuws waren. De oorzaak is de snel toenemende invloed van private equity. Denk daarbij aan de discussies over het opsplitsen van bedrijven als Stork, Ahold en VNU of, dichter bij de vastgoedsector, het voorbeeld van Vendex. Bij de verwerving van Vendex door KRR en Alpinvest speelde het vastgoedbezit een cruciale rol. De latere verkoop van het vastgoed bleek meer waard te zijn dan de oude beurswaarde van de onderneming in zijn geheel.

De relatie tussen private equity en corporate governance bestaat uit het feit dat met het van de beurs halen van een onderneming het toezicht en de spelregels ineens totaal veranderen. Dit klinkt weinig transparant. Het lijkt alsof goed bestuur en toezicht buiten spel worden gezet. Maar is dat ook zo, of doet de markt zijn werk?

In de vastgoedlezing 2006 staat professor Arnoud Boot onder andere stil bij deze vraag. Hij schetst de invloed van corporate governance voor beursgenoteerde bedrijven en brengt de invloed van private equity in kaart.

Een vastgoedlezing zou geen vastgoedlezing zijn als ook niet de vertaalslag naar de invloed voor de vastgoedsector gemaakt zou worden. Op het eerste gezicht lijkt voor een vastgoedonderneming hetzelfde te gelden als voor ondernemingen in andere takken van sport. Corporate governance gaat over macht, toezicht en goed bestuur, ongeacht wat de activiteiten van een onderneming zijn. Maar ook op dit punt blijkt de vastgoedsector complexer dan het lijkt. Met betrekking tot niet-beursgenoteerde fondsen en vastgoedmaatschappen is governance een moeilijk vraagstuk. Daarnaast vallen de corporaties op. Het zijn semi-publieke organisaties die op private markten opereren. Is daarmee 'corporatie governance' iets anders dan 'corporate governance'? En is corporate governance eigenlijk wel mogelijk als de tucht van de markt beperkt is?

Professor Arnoud Boot gaat in de Vastgoedlezing 2006 op deze vragen in. Hij is hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten en directeur van het Amsterdam Center for Law & Economics aan de Universiteit van Amsterdam. Hij is tevens adviseur van de Riksbank (Centrale Bank van Zweden), Plv. Kroonlid van de Sociaal Economische Raad en Lid van de Bankraad (DNB). Daarnaast is hij een veelgevraagd adviseur en spreker. Onder andere doceert hij al vele jaren bij de ASRE. De meeste afgestudeerde MRE'ers en MSRE'ers hebben colleges bij hem gevolgd. Ook is hij een aantal jaren bestuurslid van de ASRE geweest.

Leo Uittenbogaard
Directeur ASRE

Samenvatting

Corporate governance, Tabaksblat Code, private equity envastgoed

Veel Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, van VNU tot Stork en Ahold, voelen allemaal de druk van private equity investors. Deze zichzelf snel mobiliserende (groot)aandeelhouders hebben in korte tijd veel macht veroverd. Ondernemingen voelen zich in het nauw gedrukt. Maar ze worden niet alleen met deze wederopstanding van aandeelhouders geconfronteerd, maar tegelijkertijd ook met allerlei extra regels en eisen die voortkomen uit nieuwe wet- en regelgeving, waaronder de Amerikaanse Sarbanes Oxley Act aangenomen in de slijpstream van de schandalen van afgelopen jaren. Door alle regels die hierin en in de Europese varianten daarop voorkomen (vergelijk ook de Code Tabaksblat) lijkt de speelruimte van ondernemingen – beursgenoteerde vennootschappen wel te verstaan – zeer beperkt. Compliance lijkt centraal te staan.

Het is dan ook niet verrassend dat bij de monitoring van de Code Tabaksblat de formele naleving van de code sterk op de voorgrond staat. De materiële naleving ervan komt nauwelijks aan de orde. Ik zal aangeven dat dit onwenselijk is, omdat het gedrag van de onderneming tot uitdrukking komt in de materiële naleving van de code; de formele naleving is hieraan secundair. De materiële naleving verwijst dus naar waar het echt om gaat: het machtvraagstuk in ondernemingsland. Ik bespreek een aantal suggesties om te komen tot een grotere nadruk op materiële naleving.

Voor wat betreft de markt voor private equity zal ik benadrukken dat de ont-plooiing van deze markt ten principale een wenselijke ontwikkeling is. Dit neemt niet weg dat enige aanpassingen nodig kunnen zijn. Dit betreft met name de mogelijke informatievoorsprong van private equity partijen door directe communicatie met het management en een mogelijk samenspannen van private equity partijen en management, bijvoorbeeld bij het aangaan van een management buy-out. In dergelijke gevallen kunnen de belangen van de overige aandeelhouders klem komen te zitten. Enige sturing, en met name een grotere transparantie, lijkt wenselijk.

Corporate governance en de verantwoordings-eisen die daarmee worden gedefinieerd zijn in principe niet sectorspecifiek. Goed bestuur en adequaat toezicht zijn belangrijk voor alle ondernemingen, ongeacht soort en maat. De vastgoedsector kent momenteel nog een zeer wisselend beeld als gekeken wordt naar de kwaliteit van corporate governance. Verdere aanscherping is te verwachten. De sector kent ook unieke governance problemen, bijvoorbeeld de proliferatie van woningcorporaties op het brede terrein van vastgoed. Ik zal aangeven dat dit ten principale onwenselijk is en de marktordening, en hiermee samenhangend de corporate governance in de vastgoedsector, niet ten goede komt.

Inhoud

1	Inleiding	1
2	Tabaksblat en de 'gatekeepers'	5
2.1	Code en 'macht'	5
2.2	De betekenis van het naleven van de code	8
2.3	De wijze van beoordeling van het naleven van de code	9
2.4	De 'gatekeepers'	13
2.5	Hoe verder?	17
3	Private equity	23
3.1	De macht van (groot)aandeelhouders en private equity	23
3.2	Is er echt een probleem?	25
3.3	Naar nieuwe eigendomsverhoudingen	27
3.4	De wenselijkheid en governance van private equity zelf	27
3.5	De toekomst	29
4	Corporate governance en vastgoed	33
	Literatuurlijst	39
	De Donateurs	41

1 Inleiding

Het leven van de grotere Nederlandse beursvennootschappen was tot voor kort zo eenvoudig: het management tezamen met de Raad van Commissarissen maakte de dienst uit en ze moesten het wel heel bont maken voordat er rumoer ontstond. Aandeelhouders moesten vooral niet te moeilijk doen. Zelfs in de Amerikaanse praktijk was dit vaak niet eens zo veel anders. Een nogal nostalgische (of misschien naïeve), maar zeer succesvolle Amerikaanse bestuursvoorzitter verwoordde het onlangs nog als volgt: “If you do not like us, sell your shares”.

Het kan verkeren. Nederlandse bedrijven, zoals VNU, CSM, TNT, Ahold, Stork niet te vergeten en zelfs DSM, voelen allemaal de druk van private equity investors. Deze snel zichzelf mobiliserende groot aandeelhouders hebben in korte tijd veel macht veroverd. Ondernemingen voelen zich in het nauw gedrukt. Maar ze worden niet alleen met deze wederopstanding van aandeelhouders geconfronteerd, maar tegelijkertijd ook met allerlei extra regels en eisen die voortkomen uit nieuwe wet- en regelgeving, waaronder de Amerikaanse Sarbanes Oxley Act aangenomen in de slipstream van de schandalen van afgelopen jaren. Door alle regels die hierin en in de Europese varianten daarop voorkomen (vergelijk ook de Code Tabaksblat) lijkt de speelruimte van ondernemingen – beursgenoteerde vennootschappen wel te verstaan – zeer beperkt. Compliance lijkt centraal te staan. ‘Box ticking’, het letterlijk proberen te voldoen aan de best practice bepalingen in de Code Tabaksblat, wordt het devies ondanks de principes die deze code probeert centraal te stellen. Zware verantwoordingseisen over het verleden lijken deze ondernemingen van het ‘ondernemen’ af te houden en dat terwijl je als ondernemer met de toekomst bezig bent.

Hoe om te gaan met de compliance, regeldruk en ook nog eens de private equity beleggers die in je oor blazen lijkt zowaar geen gemakkelijke opgave. Maar is het echt zo erg? En wat betekent het naar de toekomst toe? Ik zal aangeven dat de ontwikkelingen wel degelijk niet van problemen zijn ontbloeit, maar dat het vooral ook een overgangsprobleem is. Een fundamentele herschikking is gaande in ondernemingsland, en veel van de ontwikkelingen zijn een symptoom van deze onderliggende veranderingen.

Allereerst zal ik in Hoofdstuk 2 nader ingaan op de plaats en rol van de Tabaksblat Code zoals die geldt voor beursgenoteerde ondernemingen. Ik zal het vraagstuk van formele versus materiële naleving van de code centraal stellen. Deze analyse baseert zich op mijn gezamenlijk werk met Philip Wallage (Boot en Wallage, 2006). Een belangrijke constatering is dat het gedrag van de onderneming, en dus het machtsvraagstuk, tot uitdrukking komt in de materiële naleving van de code; de formele naleving is hieraan secundair. De materiële naleving verwijst dus naar waar het echt omgaat: het machtsvraagstuk in ondernemingsland. Ik zal benadrukken dat een aanvaardbare praktijk van corporate governance moet berusten op het verantwoordelijkheidsgevoel en de integriteit van alle betrokkenen. Dit duidt op de wenselijkheid van een 'integriteitstrategie' in plaats van louter een regelstrategie die alleen de formele naleving centraal stelt.

Vervolgens concentreer ik mij in Hoofdstuk 3 op de rol die private equity speelt. Een belangrijke constatering is dat Nederland weldegelijk meer gevoelig is voor de druk van private equity investors dan andere landen. Nederlandse ondernemingen hebben een relatief open eigendomsstructuur die er voor zorgt dat ondernemingen zeer gevoelig zijn voor activistische aandeelhouders. De vraag die vervolgens opkomt, is of we hier iets aan moeten doen. Mijn conclusie is dat grote terughoudendheid is geboden. Een grotere stabiliteit onder de aandeelhouders is wenselijk, maar dit zal toch ten principale door de onderneming moeten worden verwezenlijkt, onder meer door het aangaan van een betere dialoog met die aandeelhouders. Dit heeft echter weinig te maken met private equity, hoogstens dat deze partijen nadrukkelijker laten zien dat een dergelijke dialoog belangrijk is.

Ik zal benadrukken dat de ontplooiing van de markt voor private equity ten principale een wenselijke ontwikkeling is. Dit neemt niet weg dat enige aanpassingen nodig kunnen zijn. Dit betreft met name de mogelijke informatievoorsprong van private equity partijen door directe communicatie met het manage-

ment en een mogelijk samenspannen van private equity partijen en management, bijvoorbeeld bij het aangaan van een management buy-out. In dergelijke gevallen zouden de belangen van de overige aandeelhouders klem kunnen komen te zitten. Enige sturing, en met name een grotere transparantie, lijkt wenselijk.

Hoofdstuk 4 sluit het artikel af met enige observaties over corporate governance in de vastgoedsector. Ten principale zijn de vraagstukken in deze sector identiek aan die van ondernemingen in het algemeen. Op basis van een typering van vastgoedorganisaties wordt een vertaalslag gemaakt naar de in Hoofdstukken 2 en 3 besproken problematiek.

2 Tabaksblat en de 'Gatekeepers' ¹

2.1 Code en 'macht'

De Commissie Frijns die recentelijk gerapporteerd heeft over de naleving van de Code Tabaksblat komt tot een positief oordeel over de mate waarin ondernemingen de code hebben opgevolgd. Frijns stelt: "De directe toepassing van de code is bij beursgenoteerde ondernemingen hoog" (Frijns en Poesiat, 2006). Deze constatering komt grotendeels voort uit één van de deelstudies die in opdracht van de commissie Frijns is uitgezet, zie Akkermans et al. (2006). Eén van de meest interessante opmerkingen van Akkermans et al. is dat de mate van eenduidigheid in de bewoordingen van de naleving duiden op een "symbolische omgang met de (...) code", ofwel, de code wordt wel formeel nageleefd maar materieel misschien niet... Het is dan ook niet verrassend dat niet iedereen positief heeft gereageerd (De Vries en Tomic, 2005).

In een recente bijdrage met Philip Wallage heb ik aangegeven dat voor de beoordeling van de Tabaksblat Code centraal moet staan het vraagstuk van formele versus materiële naleving van de code (Boot en Wallage, 2006). Een pure formele fixatie op de code zie ik als een belangrijke belemmering in het beter kunnen begrijpen van de toekomstige ontwikkelingen betreffende de plaats van ondernemingen in de maatschappij, en met name de machtsverdeling in ondernemingsland. Corporate governance gaat primair over macht. Wie heeft de macht? Wie heeft invloed op de macht en wie controleert de macht? Een belangrijke constatering is dat het gedrag van de onderneming, en dus het machtsvraagstuk, tot uitdrukking komt in de materiële naleving van de code; de formele naleving is hieraan secundair. De materiële naleving verwijst dus naar waar het echt om gaat: het machtsvraagstuk in ondernemingsland.

De moderne praktijk van corporate governance dicht aan aandeelhouders een belangrijke rol toe bij het ter verantwoording roepen van het bestuur en de commissarissen van een onderneming. Dit zou men in principe ook kunnen verwachten voor wat betreft (het toetsen van) de naleving van de code. Als het gaat om het toetsen van de naleving hebben ook organen en instituties als de Raad van Commissarissen (RvC), de accountant belast met de jaarrekeningcontrole, de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en de Ondernemingskamer (OK) een rol. Daarnaast zijn er nog andere 'gatekeepers' (Coffee, 2002; Senate Committee, 2004), namelijk credit rating agencies, analisten en niet te vergeten de media.

¹ Dit hoofdstuk is gebaseerd op Boot en Wallage (2006)

De Commissie Tabaksblat heeft in de preambule gesteld dat de naleving niet geheel vrij moet worden gelaten, zodat inmiddels, volgens lid 5 van artikel 2:391 BW, beursgenoteerde vennootschappen in hun jaarverslag moeten aangeven of en zo ja, waarom en in hoeverre zij afwijken van de best practice bepalingen (pas toe of leg uit). Men vond dat er gewaakt moet worden voor een te vrijblijvende omgang met de code. Dit lot was de code uit 1997 van de commissie Peters beschoren (Timmerman, 2002). Ondermeer deze ervaring heeft geleid tot de instelling van de Monitoring Commissie Corporate Governance (de Commissie Frijns) ter bewaking van de Tabaksblat Code.

In het jargon van Coffee (2002) kan de Monitoring Commissie worden gezien als een 'gatekeeper'. Zij is in het leven geroepen als een extern orgaan om de naleving van de code op ondernemingsniveau in de gaten te houden.

In zekere zin is het bestaansrecht van de Monitoring Commissie gelegen in het gebrekkige vertrouwen in de checks & balances op ondernemingsniveau. Schijnbaar kan de monitoring niet worden overgelaten aan 'de markt'². Hetzelfde kan overigens worden gezegd over het bestaansrecht van de code zelf; schijnbaar was er een gebrek aan vertrouwen in de mogelijkheden om voldoende checks & balances in te bouwen op ondernemingsniveau zonder deze interventie van hoger hand.

Tegelijkertijd spelen echter andere belangrijke ontwikkelingen. Ik denk hierbij met name aan de opkomst van private equity en de activering van grootaandeelhouders in het algemeen (zie Hoofdstuk 3). Deze machtsverschuiving is aanzienlijk en beïnvloedt de relevantie van de code. Dit is een belangrijke nuancering bij de fixatie op de code. Er spelen vele krachten in ondernemingsland, en met name in de financiële markten, die een directe weerslag hebben op beursgenoteerde ondernemingen. En dit zijn precies de ondernemingen waarop de code Tabaksblat van toepassing is. De materiële werking, naleving en bestaansrecht van de code moet worden gezien vanuit dit bredere krachtenveld. De profilering van deze grootaandeelhouders is in dit bredere krachtenveld van grote betekenis. Deze private equity investors zijn er in geslaagd in het huidige speelveld veel macht naar zich toe te trekken. Hierop kom ik later terug (zie Hoofdstuk 3).

² De Monitoring Commissie heeft een bredere rol dan alleen toetsing van de code, zie paragraaf 1.2.

In het vervolg ga ik allereerst in op de naleving van de Code Tabaksblat, en met name de effectiviteit van de monitoring zelf. Onder effectiviteit van de naleving versta ik de mate waarin invulling wordt gegeven aan de principes betreffende de kwaliteit van het bestuur, toezicht en het afleggen van verantwoording, zoals neergelegd in de code. De volgende vraagstukken komen in de komende paragrafen aan de orde. In paragraaf 2.2. ga ik in op de betekenis van het naleven van de code. Hierbij maak ik het al aangekondigde belangrijke onderscheid tussen materiële en formele naleving. In paragraaf 2.3. staat de wijze van beoordeling van de naleving van de code centraal. Ik ga hierbij in op de werkwijze van de Monitoring Commissie, en met name hoe haar monitoring zich verhoudt tot de materiële naleving. Vervolgens gaat paragraaf 2.4. over de andere 'gatekeepers'. Zoals eerder aangegeven spelen verschillende partijen een rol bij het in de gaten houden van de formele en materiële naleving van de code. De Monitoring Commissie is slechts één van de gatekeepers. Welke rol spelen de verschillende andere gatekeepers? En hoe verhoudt hun rol zich tot de materiële naleving? Tenslotte sluit paragraaf 2.5. dit deel af met enkele ideeën over de gewenste monitoring en het belang van de code in de toekomst. Hierin bespreek ik ook hoe de genoemde ontwikkeling van de markt voor private equity, en de activering van grootaandeelhouders in het algemeen, zich verhoudt tot de code.

2.2 De betekenis van het naleven van de code

De in de code opgenomen 'principes' moeten worden opgevolgd. Niet opvolgen impliceert het niet naleven van de code. 'Best Practice Bepalingen' (BPB's) zijn suggesties of aanbevelingen die uit de principes voortvloeien; een onderneming mag er voor kiezen op een andere wijze invulling te geven aan het principe dat aan een BPB ten grondslag ligt. Het naleven van de code bestaat vervolgens uit het toepassen van de BPB's of het uitleggen waarom deze niet zijn toegepast, waarbij moet worden aangegeven wat hiervan de reden is en op welke (alternatieve) wijze invulling is gegeven aan een principe.

De naleving kan worden onderscheiden in een formele naleving en een materiële naleving. Onder formele naleving versta ik het 'naar de letter' voldoen aan de principes zoals door de code opgelegd, inclusief het rapporteren daarover, met name als van een BPB wordt afgeweken. Onder materiële naleving versta ik de werkelijke invulling van het bestuur, het toezicht en het afleggen van verantwoording in overeenstemming met de bedoelingen ('de geest') van de code. De materiële invalshoek tracht dus de vraag te beantwoorden of daadwerkelijk invulling (substantie) is gegeven aan de principes. In het algemeen beperkt de discussie over de Code Tabaksblat zich tot de formele naleving; de materiële naleving blijft veelal onderbelicht.

Eén van de weinige uitzonderingen hierop is de analyse van de rol van aandeelhouders in De Jong, Mertens en Roosenboom (2006), waar zij kijken naar de wijze waarop aandeelhouders stemmen op AvA's. Hiermee wordt getracht te achterhalen of aandeelhouders daadwerkelijk invloed kunnen uitoefenen (of dat er louter sprake is van voorgekookte beslissingen), en dus of er invulling wordt gegeven aan het principe dat aandeelhouders op een serieuze wijze betrokken moeten worden bij het reilen en zeilen van de onderneming, zeker waar het majeure beslissingen betreft. Dit raakt evident het machtsvraagstuk dat ik zie als het centrale element in corporate governance.

De formele naleving kan worden vastgesteld aan de hand van de uitspraken van de vennootschap over de mate waarin de BPB's zijn toegepast en zo niet, waarom zij daarvan afwijkt (Code Tabaksblat, 2003, BPB I.1). Indicaties van de formele naleving zijn te vinden in het jaarverslag, de jaarrekening en de website, voor zover in de specifieke BPB expliciet een dergelijke uiteenzetting wordt vereist. Ook overige publieke uitingen van de organen van de vennootschap, zoals in prospecti, persberichten, interviews, en tijdens een aandeelhoudersver-

gadering, kunnen inzicht verschaffen in de formele naleving van de code. Het vaststellen van de materiële naleving kan daarentegen slechts plaatsvinden op basis van een beoordeling van de gedragingen van het bestuur en de commissarissen, inclusief de relevante besluitvormingsprocessen en de daaraan ten grondslag liggende overwegingen. Het zal duidelijk zijn dat voor het vaststellen van de materiële naleving veelal informatie nodig is die niet publiekelijk beschikbaar is en dat de oordeelsvorming over het al dan niet materieel naleven een sterk subjectief karakter draagt. Dit geldt in het bijzonder voor de in de code opgenomen principes die gelden als grondbeginselen en daarom in tegenstelling tot een aantal concrete BPB's, algemeen zijn geformuleerd. Zoals gezegd beperken de studies, die tot op heden zijn uitgevoerd, zich grosso modo tot het beoordelen van de formele naleving³.

2.3. De wijze van beoordeling van de naleving van de code

Indien een vennootschap de vereiste openheid betracht is op redelijk eenvoudige wijze de formele naleving te beoordelen. Bronnen die hierbij gehanteerd kunnen worden omvatten publieke gegevens van de vennootschappen waarop de code van toepassing is. Voor een goede beoordeling betreffen deze bronnen in ieder geval (NCGS/NICG, 2004):

- het jaarverslag en de jaarrekening van de vennootschap over het betreffende boekjaar alsmede de accountantsverklaring bij de jaarrekening;
- de website van de vennootschap;
- het verslag van de Raad van Commissarissen;
- de agenda van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA);
- 'aandeelhouderscirculaires';
- de notulen van de (voorgaande) AvA.
- Ten behoeve van enige kwalitatieve observaties kunnen daarnaast de volgende bronnen geraadpleegd worden:
- de statuten van de vennootschap;
- de statuten van het administratiekantoor en de administratievoorwaarden (indien van toepassing);
- het reglement van de Raad van Commissarissen;
- de profielschets van de Raad van Commissarissen;
- informatie uit persberichten, krantenartikelen en via andere media.

³ Ook de onderzoeken naar de 40 aanbevelingen van de Commissie Peters (1997) zijn primair gericht op de formele naleving (Monitoring Commissie Corporate Governance, 1998; NCGS/NICG, 2004).

Deze bronnen kunnen door alle betrokkenen die een oordeel willen vormen over de formele naleving van de code worden geraadpleegd. Hoewel dit ten principale de formele naleving betreft en dus in principe weinig zegt over de materiële naleving, moet toch worden opgemerkt dat transparantie en duidelijkheid over de formele naleving in mijn beleving zeker bijdraagt aan een betere corporate governance⁴. Echter er hoeft geen noodzakelijke relatie te bestaan tussen formele en materiële naleving van de code. Zo kan de code formeel worden nageleefd, terwijl deze materieel wordt verzaakt. Ook kan het voorkomen dat de code materieel (door marktkrachten gedwongen) wordt nageleefd, terwijl aan formele vereisten niet wordt voldaan. Een voorbeeld van handelen naar de geest, maar niet naar de letter van de code.

Ik heb eerder aangegeven dat er voor wat betreft de AvA en de verslaggeving daarover weldegelijk een indicatie kan worden verkregen over de materiële naleving. Aandeelhouders kunnen namelijk tijdens de aandeelhoudersvergadering nadere toelichting vragen om een oordeel over de naleving te vormen. De AvA kan de naleving (toepassing en uitleg) expliciet aan de orde stellen. Desgewenst kan het hoofdstuk in het jaarverslag over governance structuur, beleid en de uitleg voor het niet naleven, ter stemming worden gebracht⁵. Wordt goedkeuring onthouden, dan kunnen aandeelhouders gebruik maken van de hen ter beschikking staande rechten (décharge onthouden, bezoldigingsbeleid wijzigen en in het uiterste geval de Raad van Bestuur / Raad van Commissarissen ontslaan). Ook kunnen juridische procedures worden gevoerd zoals het starten van een enquête of jaarrekeningprocedure (Code Tabaksblat, 2003, preambule). De rapportage over stemgedrag in de AvA en interacties tussen vergadering en bestuur, zoals opgenomen in de notulen, geven mogelijk enig houvast over de materiële naleving. Tenslotte kunnen betrokkenen (analisten, media, etc.) door directe contacten met de vennootschap kennis verkrijgen over de materiële naleving van de code.

⁴ Timmermans (2002, p. 24) suggereert dat de invloed van de aanbevelingen van de Commissie Peters indirect heeft plaatsgevonden, doordat het als inspiratiebron voor de Nederlandse wetgever en rechters heeft gewerkt en dus ook mogelijk een (afgeleide) materiële werking heeft gehad.

⁵ Uit het onderzoek van Akkermans et al. (2006) blijkt dat de aard en kwaliteit van de uitleg van het niet-toepassen van best practice bepalingen te wensen overlaat, wat duidt op een meer symbolische omgang met de richtlijnen van de code. Of in een dergelijk geval van materiële naleving sprake is, kan ernstig worden betwijfeld.

Een belangrijke kanttekening hierbij is dan wel dat de wet- en regelgeving, die geldt ten aanzien van gelijke informatievoorziening aan alle aandeelhouders niet mag worden overtreden.

Aan de Monitoring Commissie is ook een belangrijke rol toegedacht. De opgedragen taak aan de Monitoring Commissie omvat onder meer (Besluit 6, december 2004, artikel 3):

- het ten minste jaarlijks inventariseren op welke wijze en in welke mate de voorschriften van de gedragscode worden nageleefd;
- zich op de hoogte te stellen van internationale ontwikkelingen en gebruiken op het terrein van corporate governance met het oog op convergentie van nationale codes;
- het signaleren van leemtes of onduidelijkheden in de code.

Om haar taak uit te kunnen voeren heeft de Monitoring Commissie verschillende onderzoeken laten uitvoeren. De bijdrage van Akkermans et al. (2006) bekijkt concreet de naleving van de code. Dit onderzoek richt zich op de formele naleving van de code, en brengt per geëvalueerde best practice bepaling (of onderdeel daarvan) in kaart voor welke van de onderstaande antwoordcategorieën is gekozen:

- de best practice bepaling wordt toegepast (antwoord is “ja”);
- de best practice bepaling wordt niet toegepast (antwoord is “nee”);
- de best practice bepaling is niet van toepassing (antwoord is “n.v.t.”);
- de benodigde informatie om naleving van de best practice bepaling vast te stellen is niet voorhanden.

In overeenstemming met de Nota van toelichting bij het besluit tot invoering van de Nederlandse corporate governance code (Staatsblad 2004, no. 747) geldt in het onderzoek het uitgangspunt dat het toepassen van bepalingen niet alleen het naleven daarvan impliceert, maar ook het geven van uitleg waarom een bepaling niet wordt nageleefd. In de nota wordt bovendien opgemerkt dat de vennootschap niet van iedere bepaling afzonderlijk hoeft aan te geven dat zij deze naleeft. Dit betekent dat, tenzij expliciete informatie wordt gevonden die wijst op het tegendeel, de onderzochte vennootschappen de bepalingen van de code naleven. In dit geval kan (formele) naleving van een bepaling dus niet

worden geverifieerd maar alleen worden gefalsificeerd⁶.

De uitgevoerde monitoring onderzoeken naar de formele naleving (pas toe of leg uit) hebben primair aan de hand van de jaarverslagen plaatsgevonden. Een dergelijk onderzoek heeft naar de aard kenmerken van “afvinken” en verhoudt zich moeilijk tot principe I.1 van de code, die oproept een “afvinkmentaliteit” in de beoordeling van de corporate governance structuur van de vennootschap te vermijden. De uitkomsten geven niet noodzakelijkerwijs een juist en volledig beeld van de werkelijke kwaliteit van de opzet en werking van de corporate governance structuur van de desbetreffende vennootschappen (materiële naleving). Onderstaand volgen een paar voorbeelden van formele naleving die weinig materiële betekenis hebben:

- **De onderneming heeft een klokkenluidersregeling (hotline),** maar ... er wordt nooit gebeld, slechts een paar mensen zijn op de hoogte van het bestaan ervan en zij wantrouwen de regeling.
- **De Raad van Commissarissen heeft de naleving van de code hoog op de agenda staan,** maar ... het management filtert informatie waardoor een te positief beeld ontstaat.
- **De voorzitter van de Raad van Bestuur benadrukt de noodzaak van ethisch handelen in al zijn toespraken,** maar ... de werkvloer wordt aangemoedigd om “al het noodzakelijke” te doen om de onrealistische doelstellingen te behalen.
- **De onderneming heeft een gedragscode,** maar ... deze bevat alleen juridische terminologie, is geen praktische handleiding, en de gemiddelde werknemer leest de code nooit.
- **De Raad van Besuur verklaart in het jaarverslag ‘in control’ te zijn,** maar ... heeft geen enkel bewijs vergaard ter onderbouwing daarvan.
- **De onderneming heeft een ‘compliance officer’ aangesteld,** maar... de desbetreffende persoon heeft geen beschikking over de nodige medewerkers en kan door de lijn worden ‘overruled’.

⁶ Verificatie van de uitspraken in het jaarverslag of uitspraken van bestuur of commissarissen kan alleen door waarneming of experiment. Niet alle uitspraken over de naleving van de code zijn te verifiëren. Alleen indien blijkt dat de uitspraak onjuist is, kan een stellig oordeel worden gevormd (falsifiëren).

2.4 De ‘gatekeepers’

In deze paragraaf bespreken ik een heel scala aan ‘gatekeepers’ dat betrokken is bij de onderneming. In het bijzonder zal ik bekijken welke partijen (‘gatekeepers’) van belang zijn voor de beoordeling van de materiële naleving van de code.

De Raad van Commissarissen

De belangrijkste ‘gatekeeper’, hoewel niet als zodanig genoemd door Coffee (2002)⁷ is het intern toezichthoudend orgaan, de Raad van Commissarissen (RvC). De RvC heeft de wettelijke taak om toezicht te houden op het bestuur van de vennootschap. In de Nederlandse context niet exclusief ten behoeve van de aandeelhouders, maar ten behoeve van alle bij de vennootschap betrokkenen. Al wordt het niet zo expliciet in de code verwoord, voor een goede taakuitoefening zal de RvC de formele naleving van de Code Tabaksblat beoordelen voorzover de BPB’s zich richten op het bestuur. Vanwege de expliciete rol die de code ter ondersteuning van de RvC aan de secretaris van de vennootschap toedicht (BPB III.4.3), veronderstel ik dat deze een belangrijke rol speelt bij het opzetten en beoordelen van de formele naleving van de code. Deze rol kan ook worden vervuld door de compliance officer, de interne jurist of de interne accountantsdienst. Uitgaande van een adequate informatievoorziening is de RvC daarnaast ook goed gepositioneerd om de materiële naleving van de code te beoordelen. Daarom maakt deze beoordeling naar onze mening onlosmakelijk deel uit van de toezichthoudende taak van de RvC en kan dan ook niet worden gedelegeerd aan eerdergenoemde staforganen. Blijft vervolgens wel de vraag wie de materiële naleving van de BPB’s beoordeelt voor zover deze specifiek van toepassing zijn op de RvC. Deze rol ligt primair bij de AvA en tevens bij de overige gatekeepers.

⁷ Coffee (2002) richt zich primair op externe organen in de markt, met name de professionals zoals externe accountants en analisten. De Raad van Commissarissen zou hij binnen de Amerikaanse one-tier structuur ongetwijfeld zien als integraal onderdeel van het bestuur van de onderneming.

De accountant

Een belangrijke partij die een rol speelt bij de naleving van de code is de controlerend accountant. De accountant die de jaarrekening controleert gaat onder andere na of het jaarverslag, voor zover hij dat kan beoordelen, overeenkomstig titel 9 van boek 2 BW is opgemaakt en met de jaarrekening verenigbaar is. De accountant heeft geen actieve onderzoeksplicht als het gaat om het vaststellen of wat in het jaarverslag over de formele naleving van de code is opgenomen juist en volledig is. Wel moet de accountant volgens Audit Alert 18 (Koninklijk Nivra, 2006, p. 3) het volgende toetsen:

- de aanwezigheid en uiteenzetting van de Corporate Governance structuur in het jaarverslag;
- de rapportage-eisen uit de code voor opname in het jaarverslag en verslag van de RvC;
- consistentie van door bestuur of RvC gedane uiteenzettingen in jaarverslag en jaarrekening;
- consistentie van uiteenzettingen in jaarverslag en verslag van de RvC met uitkomsten van de wettelijke controle.

Concreet betekent dit dat de accountant kan constateren “op basis van de jaarrekeningcontrole of anderszins” dat:

- een bepaling niet wordt nageleefd en uitleg ontbreekt;
- een bepaling niet wordt nageleefd maar het jaarverslag wel naleving vermeldt;
- een bepaling niet wordt nageleefd en het jaarverslag een uitleg bevat die onjuist is of inconsistent is met informatie die elders in verslag is opgenomen;
- een bepaling niet wordt nageleefd en de uitleg uiterst beperkt of inadequaat is.

In het geval het bestuur en commissarissen vervolgens het jaarverslag niet wensen aan te passen, dient de accountant afhankelijk van de ernst van zijn bevinding, hiervan in zijn verklaring melding van te maken.

Hoewel de accountant een belangrijke partij is, en in het corporate governance geweld van de afgelopen jaren zeker aan belang heeft gewonnen⁸, ontbreekt een actieve controleplicht voorzover het naleving van de code betreft. In de praktijk betekent dit dat de verantwoordelijkheden van de accountant wel zullen bijdragen aan de formele naleving van de code, maar slechts beperkt aan de materiële naleving⁹.

De Autoriteit Financiële Markten

Een belangrijke andere partij is de Autoriteit Financiële Markten (AFM), de Nederlandse toezichthouder op de financiële markten (de tegenhanger van de Amerikaanse Securities and Exchange Commission). De AFM zal bij het komende toezicht op de jaarverslaggeving naar verwachting actief tekortkomingen in de uitlegverplichting kunnen opsporen en bij tekortkomingen optreden (De Brauw Blackstone Westbroek, 2004, p. 7). De Commissie Tabaksblat (2004, p. 48) merkt hierover op dat uit de aard van dit toezicht voortvloeit dat het niet kan gaan om een inhoudelijke toetsing van de gekozen corporate governance structuur en redengeving voor eventuele afwijkingen. De conclusie is dus gerechtvaardigd dat alleen een beoordeling plaatsvindt van de formele rapportageverplichting en geen inhoudelijke, materiële beoordeling van de naleving. Wel kan de AFM een jaarrekeningprocedure aanhangig maken zodat de wijze van het voldoen aan de uitlegplicht uiteindelijk ook in rechte toetsbaar is. Stelselmatige of zeer laakbare incidentele schending van de verantwoordingsplicht kan tenslotte ook gevolgen hebben buiten het jaarrekeningrecht. Indien de schending ernstig verwijtbaar is, kan zij in een enquêteprocedure een omstandigheid zijn die de rechter tot de conclusie voert dat sprake is van wanbeleid of kennelijk onbehoorlijk bestuur en toezicht. Dit kan vervolgens tot aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen jegens derden leiden (De Brauw Blackstone Westbroek, 2004, p. 8, 9). Nadrukkelijk zal in een Ondernemingskamer- en eventuele civiele of strafrechtelijke procedure, naast de formele naleving de materiële naleving object van onderzoek kunnen zijn.

⁸ De code versterkt de relatie tussen de accountant en het audit committee en bepaalt dat de accountant door de AvA over zijn verklaring bij de jaarrekening kan worden bevestigd.

⁹ Daarentegen moet de externe accountant in de VS zich in het kader van de Sarbanes Oxley wet (sectie 404) een beeld vormen over het functioneren van de board (en audit committee in het bijzonder) in het kader van de accountantsverklaring die over de opzet en werking van het systeem van interne beheersing (internal control) moet worden afgegeven.

Media

Naast de RvC, de controlerend accountant, de AFM en gerechtelijke instanties (Ondernemingskamer en andere) zijn er nog tenminste drie andere 'gatekeepers', namelijk de credit rating agencies, analisten en de media. Om met de laatste te beginnen, de media zullen in eerste instantie zich richten op de formele naleving in enge zin. Wat ik hiermee bedoel is dat de media geneigd zullen zijn om aan 'box ticking' (afvinken) te doen: welk percentage van de BPB's wordt overgenomen. Dus in de 'comply or explain'-terminologie, aan welk percentage van de BPB's wordt direct voldaan, zodat geen 'explain' van afwijkingen nodig is. Materiële naleving zal veel moeilijker door de media te beoordelen zijn vanwege de beperktere waarneembaarheid ervan. En voor zover waarneembaar is een meer kwalitatieve beoordeling nodig, en deze is ten enen malen moeilijker dan een 'box ticking'-oefening. Vandaar dus een primaire focus op formele naleving door de media.

Credit rating agencies

De credit rating agencies zijn een niet te verwaarlozen partij. Het belang van credit ratings is aanzienlijk toegenomen in de afgelopen jaren, niet alleen vanwege een evident directe invloed op financieringskosten, maar ook vanwege allerlei zogenaamde 'triggers'. Triggers zijn clausules die in werking treden bij een neerwaartse aanpassing van de rating die een zeer nadelige invloed kunnen hebben op de onderneming, bijvoorbeeld omdat ze aan bepaalde financiers het recht geven om een versnelde terugbetaling te eisen van hun lening.

Het verband tussen credit ratings en de formele dan wel materiële naleving van corporate governance eisen (de code bijvoorbeeld) is indirect. Credit ratings agencies hebben corporate governance opgenomen als een van de elementen van de rating. Goede corporate governance wordt gezien als een betere 'in control' en derhalve als positief. Er bestaat dus een verband tussen corporate governance en ratings, en diezelfde ratings zijn van groot belang voor de onderneming, hetgeen credit rating agencies tot een belangrijke gatekeeper kan maken. De wijze waarop credit rating agencies naar de corporate governance van ondernemingen kijken is zowel formeel als materieel. Uiteindelijk gaat het de credit rating agencies over de effectiviteit van corporate governance, en dat is dus het materiële gebeuren. Credit rating agencies kunnen hier mogelijk een belangrijkere rol spelen dan grootaandeelhouders omdat credit rating agencies bevoorrechte informatie mogen hebben zonder dat die gedeeld moet worden met alle aandeelhouders, en

dus volledig publiek wordt.¹⁰

Naast de invloed via credit ratings, zijn credit rating agencies ook begonnen met het bepalen van corporate governance ratings. Deze trachten expliciet materiele effecten mee te nemen, en zijn dus niet louter een maatstaf van formele naleving.

Analisten

De laatste groep zijn de analisten. Deze bevinden zich qua focus tussen de media en de credit rating agencies. Hoewel zij door Sarbanes-Oxley en andere wetgeving aan onafhankelijkheid hebben gewonnen, zijn analisten vaak nog steeds te zien als verlengstuk van aandeelhouders ('buy side analysts') of als kanaal van investment banks ('sell side analysts'). Zeker aan de buy side is er een duidelijk belang om naar de materiële naleving van corporate governance te kijken¹¹.

2.5 Hoe verder?

Een conclusie die mag worden getrokken uit het voorgaande is dat het niet eenvoudig is om een toetsing op de materiële naleving van de Code Tabaksblat vorm te geven. Desondanks ligt deze naleving in belangrijke mate in de handen van de "gatekeepers". Primair geldt dan ook dat alle 'gatekeepers' hun individuele rol en taak goed en kritisch moeten vervullen. Aanvullend acht ik de gekozen weg via een systeem van monitoring weldegelijk zinvol. Gebleken is dat de formele naleving vrij eenvoudig valt uit te voeren, maar alleen voor zover informatie hierover voorhanden is. Het toetsen van de formele naleving impliceert echter een vorm van afvinken. In navolging van Wymeersch (2005) mag men concluderen dat de materiële naleving in de huidige context slechts bij uitzondering door derden (analisten, accountants, credit rating agencies, als mede toezichthouders en media) is vast te stellen.

¹⁰ Dit is vastgelegd in Regulation FD in de Verenigde Staten die het publiek maken van informatie afdwingt.

¹¹ Merk op dat mede door Regulation FD het voor deze partijen moeilijker zal zijn om hier invulling aan te geven dan voor credit rating agencies (die onder regulation FD immers wel 'bevoorrechte' informatie mogen hebben).

Dit roept dan toch de vraag op of via monitoring meer kan worden bereikt. Zou het zin hebben om in plaats van fixatie op rapportageregels, periodiek exclusieve AvA's te beleggen over de materiële naleving van de corporate governance principes en Best Practice Bepalingen? Een andere gedachte is het laten verrichten van gerichte, inhoudelijke, onderzoeken naar de materiële naleving. Een dergelijk onderzoek, bijvoorbeeld in de vorm van visitaties, kan door deskundige 'peers' worden uitgevoerd. Denkend aan visitaties¹² kan gedacht worden deze te laten uitmonden in een af te geven keurmerk. Aan certificering in de vorm van een af te geven keurmerk kan zelfs een vorm van accreditatie worden gekoppeld¹³. Dit laatste is dan misschien weer een stap te ver; het leidt tot "fixatie op de code" en stelt een heel administratief proces in werking wat juist weer allerlei formalisme teweeg brengt.

Uiteindelijk zal een aanvaardbare praktijk van corporate governance moeten berusten op het verantwoordelijkheidsgevoel en de integriteit van alle betrokkenen. Maar hoe valt dit te bereiken? Een deel van het antwoord is dat in plaats van alle nadruk te leggen op de formele naleving (regelstrategie) de integriteit (integriteitstrategie) centraal moet worden gesteld. Karakteristieken van beide benaderingen zijn in onderstaande figuur weergegeven (Paine, 1994).

¹² Visitaties zijn redelijke instrumenten die vooral in de non-profitsector (zoals bij onderwijs en grote stedenbeleid van gemeenten) worden gebruikt – overigens niet alleen voor corporate governance, maar ook om effectiviteit en efficiency te meten en te vergelijken tussen instellingen – maar het zijn ook zeer kostbare instrumenten.

¹³ Dit idee is geopperd in "Discussienotitie algemeen nut beogende instellingen in de fiscaliteit", Tweede Kamer vergaderjaar 2004-2005, 27 789, nr 10.

	Regelstrategie	Integriteitstrategie
Ethos	Conformereren aan opgelegde regels	Zelfregulering o.b.v. gedeelde waarden
Doel	Tegengaan van overtredingen	Moreel handelen ontwikkelen en bevorderen
Aansturing	Compliance officer, jurist	Management
Methoden	<ul style="list-style-type: none"> • Training • Audit & controls • Sancties 	<ul style="list-style-type: none"> • Training, • Leiderschap • Verantwoording • Auditing & controle • Dialoog
Gedagsveronderstellingen	Mensen zijn opportunistisch (eigen belang). Wantrouwen als uitgangspunt.	Verantwoordelijke & loyale mensen, geïnspireerd door waarden (eigen belang maar ook idealen en principes). Vertrouwen als uitgangspunt.

Welke strategie ook wordt gevolgd, er zal altijd sprake zijn van incidentele gevallen van slechte (materiële) governance. Maar het zijn vooral de ethische waarden die het handelen van de som van de individuen, de organisatiestructuur en -processen, drijven. Het concept van materiële naleving van de code gaat dus veel verder dan het naleven van de formele regels. Het valt daarom te overwegen om, evenals in de Verenigde Staten, in het geval van (incidentele) calamiteiten (materiële niet-naleving van de code), de mate waarin de onderneming invulling heeft gegeven aan de integriteitstrategie, te betrekken bij de op te leggen sancties (in de zogenaamde Amerikaanse Sentencing Guidelines wordt rekening gehouden met "organizational due diligence", zie bijvoorbeeld Laufer, 1996). Hoe beter de integriteitstrategie is opgezet, des te lager de straf in geval van overtreding van de regels.

Een mooie illustratie van de noodzaak tot het bevorderen van integer gedrag is de uitspraak van de oud-voorzitter van de SEC William Donaldson: "A 'check in the box' approach to good corporate governance will not inspire a true sense of ethical obligation. It could merely lead to an array of inhibiting 'politically correct' dictates."

Bij het afdwingen van een verantwoordelijkheidsgevoel en integer handelen, beide zijn nodig om een materiële naleving van de code te bevorderen, speelt ook de tucht van de markt een belangrijke rol. Reputatieverlies ('naming & shaming'), ontslag en het mogelijk aansprakelijk kunnen stellen van bestuur en commissarissen zijn relevante governance mechanismen. De effectiviteit is ontegenzeggelijk groot; over de wenselijkheid ervan kan verschillend worden gedacht. Er zijn zeker ongewenste neveneffecten te bedenken; bijvoorbeeld, extreem risico-avers gedrag en formalisme van commissarissen zijn verre van denkbeeldig. Daar tegenover staan echter zeker ook voordelen. Om bij commissarissen te blijven, ze zijn heel wat meer aanspreekbaar en serieuzer met hun werk bezig dan voorheen het geval was.

En de private equity revolutie....

Dezelfde tweeslachtigheid speelt bij een andere manifestatie van de 'tucht van de markt', namelijk de in het komende hoofdstuk te bespreken private equity revolutie. Het valt moeilijk te ontkennen dat dit een effectief corporate governance mechanisme is, maar het heeft aanzienlijke gevolgen voor de code. Een eerste constatering is dat een private equity partij die een onderneming van de beurs haalt hierdoor de code aan de kant kan schuiven; deze is immers bedoeld voor beursgenoteerde ondernemingen. De private equity revolutie zal volgens mij zeker tot een herschikking van ondernemingen tussen beursnotering en niet-beursnotering leiden¹⁴. Een volgende opmerking is dat de private equity revolutie evenzeer tot actieve grootaandeelhouders leidt bij een continuering van de beursnotering.

14 Deze herschikking zal de vraag oproepen voor welke ondernemingen en in welk stadium van hun ontwikkeling een beursnotering optimaal is (zie Boot, Gopalan en Thakor, 2006). Hoewel goed mogelijk, doe ik hier geen uitspraak over het belang van een beursnotering. Of er minder bedrijven in de toekomst op de beurs genoteerd zijn is goed mogelijk, maar zeker is dat niet zeggen. Wat ik wel verwacht is dat het hebben van wel of geen beursnotering een meer dynamisch proces zal worden. Ondernemingen zullen vaker de beurs betreden en weer verlaten, en later mogelijk weer betreden, afhankelijk van de specifieke omstandigheden en levensfase waarin de onderneming zich bevindt.

Voor zover de code in het belang is van grootaandeelhouders wordt hiermee een materiële naleving door de markt afgedwongen.

Ik ben van mening dat de ontwikkelingen in de markt in deze richting zullen blijven wijzen. In wezen is de code primair van toepassing op een onderneming met wijdverspreid aandelenbezit waar aandeelhouders door de mate van spreiding een te klein belang hebben om de onderneming voldoende in de gaten te kunnen houden. De code en de monitoring op naleving (inclusief sancties) vult dan dit vacuüm op. De private equity revolutie laat echter zien dat de markt weinig vertrouwen heeft in dit 'door hogere hand' bedachte controlemechanisme, en hier een ander alternatief voor heeft bedacht. Overigens moeten we private equity en de 'wederopstanding' van grootaandeelhouders niet zien als iets totaal nieuws. Integendeel, directe invloed via grootaandeelhouders is altijd van groot belang geweest. Hoogstens zouden we kunnen zeggen dat er in de praktijk een te groot vertrouwen is geweest in de financiële markten. Met name is veronachtzaamd dat de spreiding van eigendom over een groot aantal (vaak anonieme) aandeelhouders een groot machtsvacuüm heeft doen ontstaan¹⁵. Dit vacuüm wordt door de private equity revolutie en de 'wederopstanding' van grootaandeelhouders opgevuld¹⁶.

15 Overigens heeft de wetenschappelijke literatuur weldegelijk veel aandacht besteed aan dit machtsvacuüm, en dat al voor een hele lange periode (zie Berle en Means, 1936).

16 Waar codes en regelgeving te knellend worden zullen private equity partijen via MBO's en andere go-private-transacties de onderneming van de beurs halen. Maar zoals blijkt uit de analyse in de hoofdstuktekst is het zeker niet zo dat het bestaansrecht van private equity partijen voortkomt uit de mogelijk knellende code en regelgeving. Private equity en de mobilisatie van grootaandeelhouders in het algemeen zijn complementaire governance mechanismen die overigens in bepaalde vorm altijd hebben bestaan.

3 Private equity

3.1 De macht van (groot)aandeelhouders en private equity

In het voorgaande heb ik de verwachting uitgesproken dat aan het wet- en regelgevende front niet veel verlichting voor de beursvennootschap is te verwachten: de legitieme zorgen over het beschermen van anonieme aandeelhouders in de openbare kapitaalmarkten zullen het winnen van de bestuurders die zorgen hebben over de negatieve kanten van deze ontwikkeling. Dus ondernemen zal er niet gemakkelijker op worden. Verantwoording afleggen en in de achteruitkijkspiegel kijken zullen blijvend van belang zijn in het nieuwe speelveld van de beursvennootschap.

Tegelijkertijd lijkt er ook aan de kant van de machtige aandeelhouders – de private equity investors in het bijzonder – geen verlichting in zicht. Voor Nederlandse bedrijven hangt deze samen met een andere belangrijke wetgevende ontwikkeling, de ontmanteling van juridische beschermingsconstructies. Nederland kende traditioneel een zware juridische bescherming, die door de EU zwaar op de proef wordt gesteld. Het principe one-share-one-vote krijgt op Europees niveau een zwaar gewicht, en juridische beschermingsconstructies zijn hier veelal mee in strijd¹⁷. Juist Nederland wordt hierdoor buitengewoon gevoelig voor private equity partijen, en voor de mobilisatie van grootaandeelhouders in het algemeen¹⁸.

¹⁷ Dit is niet meer dan een observatie van mijn kant. Het is zeker niet zo dat one-share-one-vote per definitie optimaal is. De wetenschappelijke literatuur is hierover niet eenduidig. Theoretisch bezien valt onder bepaalde omstandigheden af te leiden dat one-share-one-vote optimaal is. Maar er zijn evenzeer omstandigheden denkbaar waarbij dual class shares optimaal kunnen zijn. De uitstervende Nederlandse praktijk van certificering, waarbij stemmen terechtkwamen bij een administratiekantoor dat geen kapitaalbelang had in de onderneming, kan niet als optimaal worden afgeleid. Het op een of andere manier koppelen van stemmen aan een kapitaalbreng in de onderneming is noodzakelijk.

¹⁸ De consequenties hiervan zien we ook terug bij discussies over overheidsbedrijven en/of publieke sectoren. De vraag speelt bijvoorbeeld of de overheid moet blijven vasthouden aan aandeelhouderschap in bedrijven omdat juridische kunstmatige veiligheidskleppen – lees gouden-aandelen – door Europa worden weggevaagd.

Voor Nederland geldt dit zwaarder dan voor het buitenland. Continentaal Europa heeft cross-holdings en andere vormen van economische bescherming via specifieke eigendomsverhoudingen, bijvoorbeeld piramide structuren. Dit laatste is misschien verrassend maar zowel in de Scandinavische landen, Duitsland als Latijns Europa (dat al bij de Nederlands-Belgische grens begint...) zijn dergelijke eigendomsverhoudingen de regel. Nederland daarentegen heeft een veel transparantere eigendomsstructuur waarbij ondernemingen veelal direct in handen zijn van (eind)beleggers.

Ook de Verenigde Staten kent meer bescherming. Ten onrechte denken we dat aandeelhouders het daar zo maar voor het zeggen hebben. Wie de film 'Wall Street' met Michael Douglas voor zich ziet, herinnert zich een agressieve raider die een mooi familiebedrijf probeert op te kopen, om het vervolgens in stukjes te hakken, omdat dat meer geld oplevert. Macht voor aandeelhouders lijkt in de VS een vanzelfsprekendheid. Toch was en is dat niet de Amerikaanse praktijk, althans niet in die mate die vaak wordt gedacht. De ondernemingsleiding van een Amerikaans beursfonds is nadrukkelijk beschermd tegen aandeelhouders. Zo kunnen bestuurders en/of commissarissen niet zo maar worden weggestuurd¹⁹. De bekende Amerikaanse econoom Galbraith sprak dan ook niet ten onrechte van managerial capitalism: het management had en heeft veel macht. De invloed van aandeelhouders is meer achteraf. Achterblijvende ondernemingen in de Verenigde Staten zullen vroeg of laat worden overgenomen; dit is de zogenaamde 'market for control'.

In vergelijking met de dreiging van 'private equity' in Nederland lijkt dit enige overeenkomsten te bieden. Private equity partijen zijn er immers ook vaak op uit om een onderneming over te nemen. Toch lijkt er een verschil. De dreiging die momenteel in Nederland uitgaat van private equity lijkt groter. Naast minder bescherming zou een reden hiervoor kunnen zijn dat Nederlandse bedrijven door een gewenningsproces gaan en (nog) niet zijn ingespeeld op een actievere rol van de aandeelhouder.

¹⁹ Dit verwijst naar de gangbare 'staggered boards', waarbij telkens maar een deel van de board door aandelhouders kan worden weggestemd.

Tussen de VS en Nederland bestaat nog een ander verschil. De wijzigingen in corporate governance hebben aandeelhouders in Nederland veel grotere zeggenschap gegeven over ondernemingsbesluiten, zie bijvoorbeeld de eis in de Tabaksblat code dat materiële beslissingen worden voorgelegd aan de aandeelhouders. Een dergelijke inspraak vooraf staat haaks op de Amerikaanse praktijk die veeleer controlerend achteraf is.

Voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zou dit kunnen betekenen dat er nauwelijks meer sprake is van een mandaat voor de ondernemingsleiding. Zij wordt immers zowel vooraf als achteraf aan banden gelegd. Hoewel dit wat extreem is geformuleerd, is er weldegelijk een zorg. Als inderdaad het aan een mandaat ontbreekt dan veroorzaakt dit mogelijk een grote aanslag op het ondernemende karakter van de onderneming.

In de komende paragrafen ga ik allereerst nader in op de vraag of het mogelijk (te) beperkte mandaat van beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen werkelijk tot problemen leidt (Paragraaf 3.2.). Vervolgens bespreek ik in Paragraaf 3.3. of de grotere druk op beursgenoteerde ondernemingen zal leiden tot een herschikking met mogelijk een grotere voorkeur voor geen beursnotering. In Paragraaf 3.4. ga ik nader in op de door sommigen gesuggereerde betere governance van private equity partijen zelf. Paragraaf 3.5. ten slotte schetst een toekomstbeeld.

3.2 Is er echt een probleem?

Laat ik snel een belangrijke nuancering plaatsen voordat U concludeert dat ik de macht van aandeelhouders wil terugdringen. Veel Nederlandse bedrijven die in het nieuws kwamen door een opstand onder aandeelhouders hadden dit vooral aan zichzelf te wijten. VNU presteerde onvoldoende, was er niet in geslaagd een aantal overnames tot een goed einde te brengen, en kon dan ook niet verwachten dat aandeelhouders zouden instemmen met (weer) een grote overname. Een vlucht naar voren is zelden optimaal. De snel gemobiliseerde aandeelhouders voorkwamen dit. Ik zie dit dus positief.

Wel is het zo dat door de macht van de aandeelhouders ondernemingen sneller in een verdomhoekje terecht komen. Als aangeschoten wild gaan ze dan door het leven, en ze kunnen niets meer goed doen. Dit is een duidelijke verharding van het speelveld. Het is een beetje alles of niets geworden. Je bent een held of

je bent afgebrand. Het lijkt wel iets op een voetbaltrainer van een topploeg. Je doet het goed en iedereen loopt weg met je, maar o wee, als er iets misgaat laten ze je vallen als een baksteen²⁰. Wat niet helpt is dat de financiële markt vaak momentum is gedreven. Meevallers en tegenvallers worden dan nog eens extra uitvergroet.

Inderdaad beursgenoteerde ondernemingen zijn in een veelsoortige spagaat terecht gekomen: regels aan de ene kant, agressieve aandeelhouders aan de andere kant. Het is niet alleen maar positief zoals ik al aangaf. Een paar opmerkingen – hopelijk wat richtinggevend.

Is het werkelijk zo dat de toenemende regelgeving leidt tot minder flexibiliteit en haaks staat op ondernemerschap? Ik denk dat dit het geval is, maar een nauwkeurige afbakening van regelgeving, en de wenselijkheid ervan, is nodig. Als het gaat om de financiële markt, dan hebben we het over regels die bijvoorbeeld gelijke informatievoorziening aan alle partijen in de markt bewaken; regels met betrekking tot handel met voorkennis, etc. Dit reken ik tot de geweningsregels. Ik geloof niet dat deze regels uiteindelijk echt belemmerend zijn.

Overgangsproblemen zijn er echter weldegelijk. Hoe te communiceren bijvoorbeeld naar aandeelhouders? Kan een onderneming in gesprek treden met private equity partijen? En hoe wordt dan een gelijke informatievoorziening bewaakt aan alle andere aandeelhouders. Dit is lastig, maar toch denk ik dat we hier uit zullen komen en met bepaalde gedragsregels en procedures dit in goede banen kunnen leiden.

Minder makkelijk ligt het met corporate governance regels die meer intern zijn gericht (ondernemingsrecht, zie ook Tabaksblat code). Hier zit volgens mij een groter probleem. Dit is waar het gaat over bijvoorbeeld boxticking in plaats van sturing op basis van principes. Regels die direct ingrijpen op het ondernemingsbestuur, bijvoorbeeld maxima stellen aan het aantal commissariaten per persoon, of een verbod op het opnemen van voormalige bestuurders in de RvC. Deze regels zijn vaak optimaal maar lang niet altijd. Een vraag is ook of de aandeelhoudersvergadering (AvA) hier niet over moet gaan. Ook speelt het

²⁰ De analogie is nog sterker. Voetbaltrainers kunnen het succes veelal nooit lang volhouden. Vroeg of laat (en tegenwoordig steeds vroeger) zijn ze opgebrand. Het verbaast dan ook niet dat de 'omlooptijd' van bestuurders korter is geworden.

genoemde gebrek aan mandaat. Hoe dit op te lossen is verre van vanzelfsprekend. Hier zie ik dus weldegelijk een probleem, en is de vraag volgens mij terecht of we wel op de goede weg zijn.

3.3 Naar nieuwe eigendomsverhoudingen?

Het corporate governance vraagstuk, en met name het ingrijpen met codes en regels in het interne ondernemingsproces vraagt om een meer fundamentele analyse. Een fundamentele vraag is of de eigendomsverhoudingen aan het veranderen zijn. De private equity revolutie zal volgens mij zeker tot een herschikking leiden van ondernemingen tussen beursnotering en niet-beursnotering. Deze herschikking zal de vraag oproepen voor welke ondernemingen en in welke stadia van hun ontwikkeling een beursnotering optimaal is. Het belang van het hebben van een beursnotering kan er zeker zijn, maar met de sterke toename aan private equity fondsen, heeft het hebben van een beursnotering zeker niet aan belang gewonnen. Of er minder bedrijven in de toekomst op de beurs genoteerd zijn is goed mogelijk, maar zeker weten kan ik dat niet. Wat wel te verwachten is dat het hebben van wel of geen beursnotering een meer dynamisch proces zal worden. Ondernemingen zullen vaker de beurs betreden en weer verlaten, en later mogelijk weer betreden, afhankelijk van de specifieke omstandigheden en levensfase waarin de onderneming zich bevindt.

3.4 De wenselijkheid en governance van private equity zelf

We kunnen lang discussiëren over de mogelijk ongewenste bijwerkingen van de private equity revolutie (korte termijn gedrag?), maar ik zie deze ontwikkeling als een onomkeerbare realiteit.

Ik maak me overigens geen zorgen over de vermeende korte termijn focus van private equity investeerders. Ik zie niet in waarom zij als korte termijn moeten worden gekarakteriseerd. Zij gaan voor maximalisatie van de aandeelhouderswaarde, en dat lijkt me in principe goed. Probleem zit veelal bij de respons van management als er druk van private equity beleggers komt. In een poging om ze van het lijf te houden komt het management met mogelijk allerlei op de korte termijn gerichte acties.... plotselinge aandeleninkoop, plotseling besluiten om toch bepaalde activiteiten af te stoten, etc. etc. Dit paniekvoetbal wordt gedeeltelijk in de hand gewerkt door de wel erg open eigendomsstructuur in Nederland. Enige tijd voor reflectie moet er zijn.

Een vraag die bij sommigen opkomt is of de corporate governance van private equity partijen en grootaandeelhouders in het algemeen niet beter moet worden geregeld. Bijvoorbeeld, aan wie leggen zij verantwoording af? Het antwoord hierop is eenvoudig. Voorzover zij louter met eigen geld beleggen (cq. investeren) is het ten principale hun eigen 'probleem'. Voorzover zij geld aantrekken van derden is de vraag of dit professionele partijen zijn. Is het antwoord ja, dan mag er vanuit gegaan worden dat deze professionele partijen voor zichzelf kunnen opkomen. Trekken zij echter gelden aan van particulieren dan gaan zij in de richting van beleggingsfondsen en daarvoor bestaan allerlei eisen.

Daarnaast bestaan er allerlei regels om te voorkomen dat grootaandeelhouders acties kunnen nemen die ten koste gaan van kleine aandeelhouders. Ook zijn er regels die bepalen dat onder bepaalde omstandigheden grootaandeelhouders kleine aandeelhouders tegen een realistische prijs moeten uitkopen. Zoals eerder is aangegeven zijn er wel maatregelen nodig die de mogelijke preferentiële toegang van private equity partijen tot relevante ondernemingsinformatie in goede banen leiden. Mogelijke maatregelen zijn bijvoorbeeld het opleggen van verdere transparantieplichtingen aan de onderneming, bijvoorbeeld de onderneming verplichten onmiddellijk publiek te maken wat is besproken met private equity partijen, inclusief door deze partijen ingebrachte suggesties, c.q. vragen. Maar ook kunnen aan private equity partijen verplichtingen worden opgelegd. Een mogelijkheid is dat het deze partijen wordt verboden te handelen in de aandelen van de betreffende onderneming als ze er mee in gesprek zijn. Een combinatie van openheid met betrekking tot hetgeen is besproken en beperkingen op gelijktijdige handel door deze partijen in het betreffende aandeel (met transparantie-eisen) zou al heel wat orde creëren²¹.

Een ander probleem is dat private equity partijen (of grootaandeelhouders in het algemeen) kunnen samenspannen met het management. Bijvoorbeeld in het geval van een management buy-out waarbij de onderneming van de beurs wordt gehaald door het management zelf (en het management samen met private equity partijen zorgt voor het benodigde kapitaal), heeft zowel het management en de betrokken private equity partijen belang bij een zo laag mogelijke prijs voor de aandelen. Een dergelijk proces moet dus heel transparant verlopen

²¹ Ook bestaande regels moeten uiteraard worden nageleefd. Bijvoorbeeld de verplichting om een bod uit te brengen als het aandelenbezit van een groep van samenwerkende investeerders een bepaalde drempel overstijgt is van belang.

om te voorkomen dat de overige aandeelhouders worden 'beetgenomen'²². Dit probleem bestaat niet alleen bij een MBO, maar ook bij bijvoorbeeld een overname. De overnemende partij kan bijvoorbeeld trachten het management van 'de target' onderneming om te kopen door een zeer lucratieve beloning in het vooruitzicht te stellen mocht de overname lukken. Een bekend voorbeeld hiervan is de excessieve beloning die de bestuurders van het Duitse Mannersman verkregen toen hun onderneming werd overgenomen door het Engelse Vodaphone. Dergelijke oneigenlijke 'beloningen' komen veel vaker voor, en kunnen er voor zorgen dat het management niet langer de belangen van haar aandeelhouders (als totaliteit) beschermd.

3.5 De toekomst

Mijn op zich positieve grondhouding ten opzichte van private equity neemt niet weg dat zorgvuldigheid geboden is, juist ook om de onderneming als samenwerkingsverband van vele stakeholders enige stabiliteit te bieden. De volgens mij terechte grotere macht voor de factor kapitaal dreigt weldegelijk op gespannen voet te staan met de gewenste zorgvuldigheid naar alle stakeholders. Dit spanningsveld behoeft aandacht. De uitdaging is dit vorm te geven op een manier die aandeelhouders niet (weer) monddood maakt.

Ook voor het management van beursgenoteerde ondernemingen is het niet eenvoudiger geworden. Ik verwacht niet dat de code en allerlei reguleringen en beperkingen die zijn ontwikkeld in de 'slipstream' van de Sarbanes-Oxley Act zullen worden afgebouwd. Neen, deze blijven en zullen volgens mij zelfs nog verder worden uitgebreid in de toekomst. Het publieke belang van de bescherming van de kleine aandeelhouder zal vanuit de politiek bezien altijd voor nadere bescherming in aanmerking komen.

²² Het management kan ook belang hebben bij strategisch gedrag, bijvoorbeeld het kweken van negatieve verwachtingen voordat de MBO plaatsvindt. Op deze manier kan ook de aandelenkoers worden gedrukt.

Hoewel dit een knellend perspectief is, beschouw ik dit toch van minder belang dan de veranderingen in corporate governance en eigendomsverhoudingen die worden afgedwongen door de private equity revolutie²³. Private equity partijen zullen volgens mij het 'first-order' effect hebben in het corporate governance speelveld. Ondernemingen zullen hierop moeten inspelen, en met name voorzover ze een beursnotering ambiëren zich moeten afvragen hoe hier mee om te gaan. Dit is lastig omdat private equity partijen zorgen voor een snelle mobilisatie van een bijna onmogelijk te negeren tegenkracht juist als het even wat minder gaat met een onderneming. Het is evident dat er (veel) omstandigheden te bedenken zijn, waar dit wenselijk is; in de meest letterlijke zin wordt hiermee de passiviteit (en free-riding) onder gespreide aandeelhouders opgelost. Tegelijkertijd kan het grote gevolgen hebben voor het mandaat van de ondernemingsleiding.

Het is buitengewoon lastig om een onderneming te leiden als de eigen positie van het management en haar mandaat steeds ter discussie staat. Enige speelruimte is nodig. Beschermingsconstructies zijn uit de mode, maar hoe dan enige lucht te scheppen? Er is geen absolute waarheid, dus ook geen perfect antwoord. Optimale communicatie met de aandeelhouder(s), het opbouwen van reputatie en het inbouwen van legitieme verantwoordingsmechanismen zouden voor enige 'lucht' moeten zorgen. Het beter grip krijgen op de eigen aandeelhouders, ook in een beursgenoteerde vennootschap, zal volgens mij op enigerlei wijze noodzakelijk zijn. Het bewerkstelligen van een grotere stabiliteit en continuïteit in de geleding van aandeelhouders is wenselijk.

²³ Waar codes en regelgeving te knellend worden zullen private equity partijen via MBO's en andere go-private-transacties de onderneming van de beurs halen. Maar zoals blijkt uit mijn analyse in de hoofdstuktekst is het zeker niet zo dat het bestaansrecht van private equity partijen alleen voortkomt uit de mogelijk knellende code en regelgeving. Integendeel, private equity en de mobilisatie van grootaandeelhouders in het algemeen zijn complementaire governance mechanismen die overigens in bepaalde vorm altijd hebben bestaan.

Maar hoe aandeelhouders te binden? Op voorhand ben ik niet voor dwang, noch enthousiast voor maatregelen die aandeelhouders 'belonen' (extra dividend bijvoorbeeld) voor het langer vasthouden aan hun aandelenbezit in een onderneming. Een beursnotering wordt ten principale gekozen om een grotere liquiditeit in het aandeel te krijgen. Het introduceren van 'beloningsmaatregelen' voor het vasthouden aan de aandelen staan hiermee op gespannen voet. Maar het is ook precies deze liquiditeit die zorgt voor een gebrek aan stabiliteit in de aandeelhoudersgeleding.

Voor ondernemingen is het echter weldegelijk van belang dat ze een aantal grootaandeelhouders voor een langere tijd aan zich kunnen binden. Hoe valt dit te bewerkstelligen? Eenvoudige oplossingen bestaan niet. Toch zou ik verwachten dat de grotere invloed van aandeelhouders – die met name geldt voor grootaandeelhouders – het attractiever moet maken om wel voor langere tijd in een onderneming te beleggen. Juist dan kan invloed echt worden geëffectueerd, en worden omgezet in beter beleid.

Voor het management van beursgenoteerde vennootschappen zijn de uitdagingen enorm. Een code en regelgeving die haar bewegingsruimte sterk beperkt, en tegelijkertijd een private equity revolutie die haar mandaat telkens maar weer ter discussie stelt. De toekomst zal uitwijzen welk effect deze krachten hebben op de organisatie van de ondernemingsactiviteit. Ik zie deze ontwikkelingen als zeer fundamenteel, en zonder overdrijven van aanzienlijke betekenis voor de inrichting van de maatschappij. Het zoeken is naar een nieuw evenwicht, en dit kan wel even op zich laten wachten.

4 Corporate governance en vastgoed

Het is niet toevallig dat ik tot nu toe mij niet heb uitgelaten over de specifieke vorm van de ondernemingsactiviteit. Corporate governance en de verantwoordings-eisen die daarmee worden gedefinieerd zijn in principe niet sectorspecifiek. Een belangrijk criterium is het al dan niet hebben van een beursnotering, en de veelal daarmee samenhangende mate van spreiding in het aandelenbezit. Een beursnotering – zoals aangegeven in het voorgaande – roept in werking het steeds meer geformaliseerde corporate governance kader dat vastzit aan de bescherming van de anonieme aandeelhouders in de openbare aandelenmarkt. In lijn met Shleifer en Vishny (1997), ‘verdienen’ dergelijke anonieme aandeelhouders bescherming en een bepaalde mate van zekerheid met betrekking tot het tot orde kunnen roepen van ondernemingsbestuurders²⁴. De afwezigheid van een beursnotering betekent meestal (niet altijd...) een geconcentreerd aandelenbezit met dito automatische aanzienlijke invloed van de grootaandeelhouders. Bescherming van deze grootaandeelhouders via wet- en regelgeving is dan veel minder van belang. In zekere zin, zitten alle partijen dan aan tafel en zijn ‘volwassen genoeg’ om op te komen voor hun eigen belangen.

²⁴ Men hoeft niet ideologisch ingeven te zijn om de noodzaak van aandeelhoudersinvloed te kunnen rechtvaardigen. In de Angelsaksische literatuur wordt dit meestal gekoppeld aan de opmerking dat aandeelhouders nu eenmaal de eigenaar zijn van de onderneming en dus het voor het zeggen (moeten) hebben. Ik beschouw dit onnodig polariserend; een een-dags aandeelhouder is meer ‘eigenaar’ dan een werknemer die er al 20 jaar werkt...?. Het is veel meer voor de hand liggend te verwijzen naar de grotere wetgevende en contractuele bescherming van werknemers en crediteuren in vergelijking tot aandeelhouders; zie de gedetailleerde contracten (arbeidscontract respectievelijk leningovereenkomst) en extensieve wetgeving (arbeidsrecht en crediteurenbescherming in de faillissementswet) vergeleken met de ‘restpost’ positie van aandeelhouders. Aandeelhouders als ‘residual claimant’ verdienen dus invloed binnen het corporate governance kader ter compensatie van de bescheiden contractuele en wetgevende bescherming. In andere woorden het contract (inclusief wetgevende bescherming) van de aandeelhouders is veel minder volledig dan dat van werknemers en crediteuren.

Hoe verhoudt de vastgoedsector zich tot mijn bespiegelingen over corporate governance in de eerdere delen? De kernboodschap zoals al aangegeven is eenvoudig. Goed bestuur en adequaat toezicht zijn belangrijk voor alle ondernemingen, ongeacht soort en maat. Maar toch, hoe is de vertaalslag naar de vastgoedsector precies? Het is allereerst zinvol de diversiteit binnen Uw sector in kaart te brengen. Binnen de vastgoedsector valt ruwweg een opsplitsing in vier groepen te maken:

- i. Beursgenoteerde vastgoedgerelateerde ondernemingen, niet zijnde vergunningplichtige beleggingsinstellingen.
- ii. Private, niet-beursgenoteerde vastgoedondernemingen met een gesloten (beperkte) groep grootaandeelhouders.
- iii. Vergunningplichtige beleggingsinstellingen (al dan niet beursgenoteerd).
- iv. Semi-publieke vastgoedgerelateerde ondernemingen, bijvoorbeeld woningcorporaties.

De eerste twee categorieën staan midden in het in deel I en II beschreven speelveld. Dit betreffen bijvoorbeeld projectontwikkelaars, maar ook ondernemingen die voor hun beperkte groep eigenaren als investerings- en/of beleggingsvehicle dienen. De beslotenheid voorkomt dat deze worden aangezien als collectieve beleggingsinstellingen en daarmee vergunningplichtig zouden zijn.

De derde categorie – de vergunningplichtige beleggingsinstellingen – worden in toenemende mate blootgesteld aan wet- en regelgeving. De Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb), het bijbehorende besluit (Btb), de Nadere Regeling gedragstoezicht beleggingsinstelling (NRg Wtb), de Nadere Regeling Financiële Bijsluiter (Ng FB) en de recentelijk opgestelde nieuwe wet- en regelgeving (Wtb nieuw, Btw nieuw, NRg Wtb nieuw en NRg FB nieuw) richten zich alle op deze beleggingsinstellingen. Daarnaast heeft de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen nadere aanpassingen voorgesteld, met name over de bescherming van aandeelhouders in beleggingsfondsen. Deze Commissie, onder voorzitterschap van de jurist Jaap Winter, heeft in december 2004 verslag uitgebracht. Gezien de automatische passiviteit van aandeelhouders in beleggingsfondsen heeft deze commissie eisen geformuleerd voor goede corporate governance die in haar ogen moeten worden opgevolgd en niet onderhevig kunnen zijn aan de ‘pas-toe-of-leg-uit’ regel zoals in de Code Tabaksblat. Dit laatste vereist namelijk een actieve Algemene Vergadering van Aandeelhouders hetgeen zich moeilijk verenigt met de passieve betrokkenheid van beleggers in een beleggingsfonds. Gezien hun openbare beroep op de massaliteit van beleggers, geldt voor deze

instellingen een gedetailleerd regelgevend kader. De conclusie dat voor alles dat beursgenoteerd is de regelgeving alleen maar strenger zal worden, geldt volgens mij dus evenzeer voor deze beleggingsinstellingen.

Dit gezegd hebbende is het beeld dat momenteel bestaat over corporate governance in vastgoedfondsen zeer wisselend. Een instructief recent overzicht is opgenomen in de MRE afstudeerscriptie van Daan van Aert (Van Aert, 2006).

De vierde categorie – de semi-publieke sector, voor nu toegespitst op de woningcorporaties – biedt een geheel andere invalshoek voor corporate governance. Als beschermde maatschappelijke ondernemingen – veelal verenigingen of stichtingen, zonder aandeelhouders dus, grotendeels gefinancierd met publieke middelen – hebben zij een bijzondere plaats en een complexe eigen corporate governance problematiek. Aan wie zijn ze verantwoording verschuldigd? Wie roept ze tot de orde? Dit zijn ingewikkelde vragen. Er is enerzijds sprake van verticaal toezicht door een Raad van Commissarissen of Raad van Toezicht, met specifieke toezichthouders op de achtergrond (Ministerie van VROM, WSW en Centraal Fonds), en anderzijds van een horizontale verantwoording aan belangrijke stakeholders zoals huurders en gemeenten²⁵.

²⁵ In het geval van verenigingen kan men ook nog denken aan de ledenvergadering. In het geval van corporaties zijn verenigingen ten opzichte van stichtingen steeds meer in de minderheid.

Voor de commerciële vastgoedsector biedt het bestaan van corporaties een bijzondere uitdaging. Woningcorporaties begrenzen hun taken veelal niet tot de volkshuisvestelijke publieke taken waar ze hun bestaansrecht aan ontleen, maar zijn in toenemende mate ook de commerciële (vrije) markt aan het betreden. Deze ontwikkeling is in mijn ogen ongewenst, en leidt tot marktbederf. Beschermde marktpartijen, corporaties dus, kunnen vanuit hun beschermde activiteit een kunstmatig voordeel creëren in de 'vrije' marktactiviteiten en daarmee de commerciële partijen blootstellen aan oneerlijke concurrentie. Tezamen met de beperkte disciplinerende (corporate governance) waaraan ze blootstaan creëert dit een moeilijk beheersbaar speelveld, met extra onzekere marktomstandigheden voor de commerciële marktpartijen. Een goede ordening van de markt waar corporate governance aan tracht bij te dragen wordt hierdoor bemoeilijkt. Ik beschouw het toestaan van corporaties om meer te doen dan hun strikt volkshuisvestelijke taak dan ook volstrekt onwenselijk.

Ik verwacht trouwens dat dit vroeg of laat zal worden verboden²⁶. Ook maakt het de beheersing van corporaties zeer lastig. Zonder hele duidelijke afgebakende doelstellingen en activiteiten zijn corporaties in mijn ogen onbeheersbaar. De onderstaande column van mijn hand overgenomen uit AEDES Magazine van 28 oktober jl. gaat hier nader op in.

Accountability is je kwetsbaar maken...

Corporaties liggen onder vuur, en dat terwijl ze (toch ook) veel goed doen. Typisch weer zo'n voorbeeld van een glas dat half leeg is, of half vol. Het is maar hoe je er tegen aankijkt. Voor de discussie is het helder om te onderkennen dat het gros van de bestuurders in de corporatiesector hart voor de publieke zaak heeft, en dat met de integriteit van de vele mensen die in deze sector werkzaam zijn niets mis is.

²⁶ Het mechanisme dat tot dit verbod zal leiden is nog niet duidelijk. Een mogelijkheid is dat de EU ('Brussel') hardhandig zal ingrijpen in dit door de overheid gesponsord marktbederf. Een andere mogelijkheid is dat corporaties door de hiermee samenhangende inherente verwaarlozing van hun publieke taak het maatschappelijk draagvlak van corporaties (verder) zullen ondermijnen. Zodra zij dit draagvlak echt kwijt zijn kunnen ze niet meer functioneren, en zullen ze langzaam 'afsterven'.

Voor corporaties is hiermee de kous niet af, zij liggen onder vuur en dat heeft veel met het huidige tijdsbeeld te maken. We hadden ze vandaag niet uitgevonden. De economische inzichten van vandaag zetten grote twijfels bij het creëren van semi-publieke instellingen die met een groot bezit aan bakstenen (en dus bijna onbeperkte toegang tot financiële middelen) knelpunten in de volkshuisvesting te lijf gaan. Dit valt moeilijk te sturen. Onvermijdelijk gaan dergelijke instellingen concurreren met de markt. Het is immers leuk om voor projectontwikkelaar te spelen, en hoe groter en mooier de projecten hoe liever. Zie ook de prachtige boekjes die woningcorporaties en hun projectontwikkelingpoten uitgeven over de mooiste projecten.

Hoe we ook hierover mogen denken, corporaties moeten het heft in eigen handen nemen, en zich niet tot speelbal laten maken. Corporaties moeten de boer op om draagvlak te creëren voor hun positie. Verantwoording vooraf (dus niet de jaarverslagen in tien kleuren achteraf), moet hierbij de leidraad zijn. En wat is die verantwoording vooraf dan wel? Kern is bereid zijn je kwetsbaar te maken. Geef aan waarop je als corporatie wilt worden afgerekend. Wat zijn je plannen, wat ga je doen, en wat ga je vooral ook niet doen? Welke prestaties mogen worden verwacht? Hoe ga je het meetbaar maken? En hoe ga je de verschillende maatschappelijke partijen inzicht geven in je prestaties? Twee of drie A4tjes, in zwart-wit, geen boek met foto's, geen meerkleurendruk, geen verstoppertje spelen achter mooie projecten, en zeker niet in het defensief. Gewoon helderheid en je kwetsbaar maken. Wie durft?

Arnoud W.A. Boot, overgenomen uit Aedes Magazine 28 oktober 2006

De complexiteit van het bestaan van niet voldoende afgebakende maatschappelijke ondernemingen (woningcorporaties) naast commerciële ondernemingen maakt de vastgoedsector complex, en komt de marktordening en daarmee ook corporate governance niet ten goede²⁷.

²⁷ Transparante concurrentieverhoudingen vormen een waardevol complementair governance mechanisme.

Literatuurlijst

- Aert, D. van (2006), Investeren in Europese private vastgoedfondsen, MRE scriptie, ASRE, augustus.
- Akkermans, D, H. van Ees, N. Hermes, R. Hooghiemstra, G. van der Laan, T. Postma en A. van Witteloostuijn (2006), De Code Tabaksblat: één jaar verder, Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie, vol. 80, no. 5 (mei), pp. 219-231.
- Berle, A.A. en G.C. Means (1936), The Modern Corporation and Private Property, MacMillan, New York.
- Boot, A.W.A., R. Gopalan en A.V. Thakor (2006), The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership, Journal of Finance, vol. 61, no. 2, April, pp. 803-836.
- Boot, A.W.A. en P. Wallage (2006), Formele versus materiële naleving van de Code Tabaksblat, Maandschrift voor Accountancy en Bedrijfseconomie, vol. 80, nummer 5 (mei), pp. 206-215.
- Coffee, J.C. (2002), Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid, Columbia Law & Economics Working Paper, No. 207.
- Commissie Corporate Governance (Commissie Peters) (1997), Corporate Governance in Nederland, De Veertig Aanbevelingen.
- Commissie Corporate Governance (2003), De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen, 9 december 2003 (Code Tabaksblat).
- De Brauw Blackstone Westbroek (DBBW) (2004), Corporate Governance in Nederland, Een praktische handleiding bij de beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen, januari.
- Frijns, J. en W. Poesiat (2006), Eerste bevindingen van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, alsmede aanbevelingen en accenten voor 2006, Maandschrift voor Accountancy en Bedrijfseconomie, vol. 80, nummer 5 (mei), pp. 216-218.

- Jong, A. de, G.M.H. Mertens en P.G.J. Roosenboom (2006), De rol van aandeelhouders na 'Tabaksblat', Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie, vol. 80, no. 5 (mei), pp. 232-247.
- Koninklijk NivRA (2006), De verantwoordelijkheid van de accountant bij de toetsing van in het jaarverslag opgenomen informatie over de naleving van de Nederlandse corporate governance code, Audit Alert 18, Koninklijk NivRA.
- Laufer, W.S. (1996), Integrity, Diligence and the Limits of Good Corporate Citizenship, American Business Law Journal, Vol. 34, pp.157-182.
- Nederlandse Corporate Governance Stichting/Netherlands Institute for Corporate Governance (NCGS/NICG) (2004), Corporate Governance in Nederland 2004, De opvolging van de code geïnventariseerd, 2004.
- Monitoring Commissie Corporate Governance (1998), Monitoring Corporate Governance in Nederland, Bericht van de Monitoring Commissie Corporate Governance en de uitkomsten van het onderzoek verricht door het Economisch Instituut Tilburg, Kluwer, Amsterdam.
- Paine, L.S. (1994), Managing for Organizational Integrity, Harvard Business Review, Vol. 72, maart/april, pp. 106-117.
- Senate Committee on Governmental Affairs (Senate Committee) (2002), Financial Oversight of Enron: The SEC and Private Sector Watchdogs, Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, October 8.
- Shleifer, A., en R. Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, The Journal of Finance, 52 (2), pp. 737-783.
- Timmerman, L. (2002), Ontwikkelingen in het Nederlandse vennootschapsrecht en suggesties voor een vernieuwde Corporate Governance code. In: Corporate Governance in Nederland 2002, De Stand van Zaken, Een uitgave onder auspiciën van de Nederlandse Corporate Governance Stichting.
- Vries, P.P. de, en D. Tomic (2005), Naleving Tabaksblat valt nog tegen, Effect 25, 10 december 2005, VEB Monitor, pp. 24-29.
- Wymeersch, E. (2005), Enforcement of Corporate Governance Codes, Law Working Paper No 46/2005, June 2005, European Corporate Governance Institute.

De Donateurs

De activiteiten van de Amsterdam School of Real Estate worden mede mogelijk gemaakt door de financiële steun van de Stichting voor Wetenschappelijk Onderwijs en Onderzoek in de Vastgoedkunde (SWOOV). De donateurs van deze stichting zijn:

3W Vastgoed BV	Heijmans NV
Achmea Vastgoed	Van Hoogevest Groep BV
Ahold Vastgoed BV	Houthoff Buruma
Akron Group	ING Real Estate Development
Altera Vastgoed	ING Real Estate Finance
AM Wonen BV	ING Real Estate Investment Management
AMVEST	IPMMC Vastgoed
ARCADIS Bouw en Vastgoed	IVBN
Arlington Property Investors Europe BV	Jones Lang LaSalle
AZL	KFN
bbn adviseurs	Koninklijke Bam Groep
Blauwhoed Vastgoed	KPMG Accountants
Boekel De Nerée NV	Lexence NV
Boer Hartog Hooft	Loyens & Loeff NV
Bouwfonds MAB Ontwikkeling	Meeüs
BPF Bouwinvest	Mn Services
De Brauw Blackstone Westbroek	NEPROM
Brink Groep	Nieuwe Steen Investments NV
CB Richard Ellis	NS Vastgoed BV
Corio	NVM
Deloitte	Ontwikkelingsbedrijf Gemeente Amsterdam
Delta Lloyd Vastgoed	Ontwikkelingsbedrijf Rotterdam
DTZ Zadelhoff	Het Oosten Kristal
Dura Vermeer Groep NV	OVG Projectontwikkeling BV
DVP Bouwprojectmanagers & Vastgoedadviseurs	PGGM
Ecorys Nederland BV	Philips Real Estate Investment Management BV
Ernst & Young Real Estate Group	PricewaterhouseCoopers NV
FGH Bank NV	Provastgoed Nederland BV
Fortis Vastgoed Beleggingen	RABO Vastgoed BV
Funda NV	
Haags Ontwikkelingsbedrijf	

Rechtstaete vastgoedadvocaten &
belastingadviseurs BV
Redevco Europe Services BV
Rodamco Europe
Rijksgebouwendienst
Savills Nederland BV
Schiphol Real Estate BV
Simmons & Simmons SPF Beheer BV
Stec Groep
Strabo BV
TBI Holdings BV
TCN Property Projects
The IBUS Company
Trimp & van Tartwijk Property
Performance NV
Troostwijk Makelaars Onroerend Goed
Twynstra Gudde
Van der Vorm Bouw BV/ Next Real
Estate BV
Van Doorne
Vasloc Beheer BV
VastNed Groep
Verbeek Vastgoed Management BV
Vesteda Groep BV
Volker Wessels Vastgoed
Wereldhave NV
William Properties BV
WPM Groep
Yardi Systems BV
Ymere