

Praktische elementen in de corporate governance discussie

Drs. P.P.F. de Vries

THEMA

Corporate governance¹

De discussie over 'corporate governance' gaat in ruime zin over het bestuur van de onderneming en de verhoudingen binnen die bestuursstructuur. Opvallend daarbij is dat de discussie over corporate governance in veel landen gevoerd wordt, maar per land een andere invulling krijgt. In de Verenigde Staten gaat de discussie onder meer over excessieve beloningen, opties en benoeming van 'board members'. In het Verenigd Koninkrijk is de focus vooral gericht op de kwaliteit van de administratieve organisatie en interne controle en speelt de accountancy een belangrijke rol. De oorzaak hiervan kan gevonden worden in debacles bij Polly Peck, BCCI en vooral Maxwell. In Nederland is de discussie gericht op de reparatie van de zeggenschapspositie van de aandeelhouder. De discussie gaat in elk land over de problemen en tekortkomingen van het eigen systeem.

Gesuggereerde tegenstelling arbeid - kapitaal

Tegenstanders van meer aandeelhoudersinvloed wijzen soms op de tegengestelde belangen van aandeelhouders en werknemers en dus de tegenstelling tussen de factor arbeid en de factor kapitaal. De VEB is van mening dat een dergelijke tegenstelling op lange termijn niet bestaat. Goed presterende ondernemingen behalen stijgende winsten, doen uitbreidingsinvesteringen en zien de werkgelegenheid stijgen. De belangen van aandeelhouders en werknemers gaan hand in hand. Slecht presterende ondernemingen lijden verlies en gaan soms zelfs failliet. Aandeelhouders verliezen hun investering, veel werknemers verliezen hun baan. Indien in een grafiek werkgelegenheid en aandelenkoers worden weergegeven blijkt dit hechte verband. Bij succes-

volle ondernemingen zoals Hagemeyer en Getronics geeft de ontwikkeling van werkgelegenheid en koers een parallel positief beeld te zien. Ook bij Fokker en Nedlloyd lopen de ontwikkelingen parallel, zij het negatief.

Door te snijden in arbeidsvoorwaarden en beloning kan alleen op korte termijn een winstverhogend effect worden bereikt, maar op lange termijn kan dit averechts werken. Een slechte behandeling van werknemers leidt tot vertrek van belangrijke werknemers, verlies van 'human capital' en een verzwakking van de onderneming. Op lange termijn is dat zeer ongunstig voor aandeelhouders. Ten slotte dient over de gesuggereerde tegenstelling gemeld te worden dat werknemers in toenemende mate aandelen, opties op aandelen of winstdeling krijgen waardoor het belang parallel ligt aan dat van de aandeelhouder.

Rijnlands versus Angelsaksisch

Bovenstaande opmerkingen over de vermeende tegenstelling in belangen hebben al kenmerken in zich van de tegenstelling tussen het Angelsaksisch en het Rijnlands model. In Nederlandse termen kan die tegenstelling worden vertaald in continuïteitsstreven versus een streven naar verhoging van de aandeelhouderswaarde. Het continuïteitsstreven is moeilijk hanteerbaar.

Als voorbeeld kan hier dienen de situatie van Rijn BV die een goedlopende divisie A heeft (omzet f 100 miljoen) met f 10 miljoen winst en een

Drs. P.P.F. de Vries is directeur van de Vereniging van Effectenbezitters (VEB).

even grote divisie B (omzet f 100 miljoen) met (structureel) f 6 miljoen verlies. De totale winst bedraagt dus f 4 miljoen ofwel 2% van de totale omzet. Rijn BV houdt de verlieslatende divisie in stand omdat het bedrijf dit zich kan veroorloven en men de werkgelegenheid niet wil aantasten. Onderneming Saks BV heeft f 200 miljoen omzet en presteert even goed als Rijn's goedlopende divisie (10% winstmarge) en maakt dus f 20 miljoen winst. Bij toenemende concurrentie kan Saks BV de prijzen met 5% verlagen, waardoor de winst halveert. Rijn BV lijdt dan f 6 miljoen verlies. Instandhouding van de zwakke divisie B leidt tot gevaar voor de gehele onderneming. Ook zonder concurrentie en prijsverlaging kan Rijn BV die f 6 miljoen beter investeren in activiteiten met goede toekomstkansen in plaats van dit bedrag te gebruiken voor de aanzuivering van de verliezen van divisie B. Rijn BV zal anders haar positie steeds verder zien verzwakken in vergelijking met Saks BV.

Het voortbestaan van een onderneming in huidige opstelling moet geen doel op zich zijn. Opsplitsing kan een heel zinvolle zaak zijn indien twee onderdelen van een onderneming geen synergie opleveren, maar wel extra kosten in de vorm van hogere overhead. Indien aansluiting van zo'n onderdeel bij een andere onderneming wel tot synergie leidt is splitsing/verkoop in economische zin te prefereren. De Amerikaanse economie bewijst dat het voortdurende proces van herallocatie van bedrijven via fusies, biedingen, verkoop van dochters en opsplitsingen leidt tot slagvaardiger ondernemingen, hogere efficiency en hogere winstmarges.

De VEB is van mening dat de ondernemingsdoelstelling een combinatie moet zijn van de (strikte) Angelsaksische structuur met Rijnlandse elementen. Het ondernemingsdoel zou moeten luiden: 'Het verhogen van de aandeelhouderswaarde (of winst per aandeel) op lange termijn onder voorwaarde van een redelijke behandeling van de overige stakeholders'.

Huidige discussie

Beschermingsconstructies kennen hun werking zowel in de overname-situatie als in de niet-overname situatie (vredesstijd). In de overname-situatie beogen de constructies de zeggenschap van de potentiële overnemer zoveel mogelijk te beperken en de overnemer het stemrecht te ontne-

men. In de niet-overname situatie is de werking globaal hetzelfde. Constructies als certificering ontnemen de aandeelhouder ook zonder overname dreiging zijn stemrecht.

Door de (aanstaande) wetgeving met betrekking tot betwiste overnames wordt de discussie over de gevolgen in de vredessituatie nu separaat gevoerd. In dit kader is de commissie Corporate Governance ingesteld die zich over de verbetering van de positie van de aandeelhouder zal buigen.

Het op 29 oktober 1996 gepubliceerde (voorlopige) rapport van deze commissie richt zich op een versterking van de positie van aandeelhouders, met reële zeggenschap en evenwicht tussen kapitaalbreng en stemrecht.

Het is overigens de vraag of de maatregelen die de commissie voorstelt voldoende zijn om dit doel te verwezenlijken.

Ten aanzien van de overnamesituatie beoogt de wetgeving een reële mogelijkheid voor een betwiste overname te scheppen. Dit is in het belang van de economische dynamiek, vermindert de kosten van mismanagement en stelt bedrijven in staat via overnames synergie te creëren.

Opstelling Ministerie van Financiën

Ten aanzien van corporate governance wacht het Ministerie van Financiën op het rapport van de commissie, al heeft men wel reeds enkele signalen afgegeven. Opvallend zijn de uitspraken van minister Zalm 'het idee dat de aandeelhouder eigenaar is van de onderneming was wat weggezaakt' (1/3/96) en van Thesaurier Brouwer 'een raad van commissarissen die niet het directe vertrouwen heeft van de aandeelhoudersvergadering heeft geen bestaansrecht'.

De opmerking van minister Zalm sluit aan bij de basisgedachte dat de aandeelhouder eigenaar is van de onderneming en dat aan dat eigendom ook zeggenschap behoort te zijn verbonden. Die situatie wordt overigens elders wel geaccepteerd. Dat grootaandeelhouder Breukhoven van Free Record Shop dit bedrijf controleert wordt normaal gevonden en dat de bakker de baas is van de bakkerij evenzo. Zelfs indien Philips ingrijpt bij Polygram of bij 'minderheids-' participatie'

Grundig wordt de zeggenschap die uit het economische belang voortvloeit vanzelfsprekend geacht.

Ontwikkeling aandeelhoudersrechten

Het is voorts van belang dat aandeelhouders thans niet streven naar nieuwe rechten, maar naar rechten die hen reeds toekwamen. In beginsel hebben aandeelhouders rechten op het gebied van:

- a benoeming van commissarissen
- b uitgifte van aandelen en uitsluiting van voorkeursrecht
- c wijziging van statuten
- d vaststelling/goedkeuring jaarrekening en winstbestemming.

Door beschermingsconstructies en andere maatregelen zijn deze rechten beland bij het bestuur in ruime zin (Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen) dan wel bij de prioriteitsaandeelhouders (vaak zelf deel uitmakend van dat bestuur).

Certificering

Wat moet er - vanuit aandeelhouders bezien - nu gebeuren? Allereerst moeten elementaire rechten aan aandeelhouders worden teruggegeven. Vervolgens dienen hindernissen die uitoefening van die rechten verhinderen te worden weggenomen. Met name certificering is zo'n hindernis.

Bij certificering zijn de aandelen in handen van een administratiekantoor dat daarvoor certificaten aan de belegger geeft. Zo belandt het stemrecht bij het administratiekantoor en houdt de belegger alleen de economische rechten (op dividend en eventuele liquidatie-uitkeringen). Het bestuur van dit administratiekantoor bestaat meestal uit twee personen van het bestuur van de onderneming (voorzitters RvB en RvC) en drie 'onafhankelijke' personen die door de onderneming zelf zijn gevraagd. Het doel van het administratiekantoor is behartiging van de belangen van de vennootschap en alle bij de vennootschap betrokkenen. Formeel (volgens fondsenreglement van de Effectenbeurs) is een dergelijk bestuur onafhankelijk maar in de praktijk is sprake van een zeer sterke afhankelijkheid en stemt men nooit tegen bestuursvoorstellen. Deze constructie heeft tot gevolg dat alle beslissingen die in beginsel door de AVA zouden moeten worden genomen, nu worden genomen door een Administratiekantoor.

Recente voorbeelden geven aan wat de impact van certificering kan zijn. Bij de fusie tussen Bols en Wessanen werd het samengaan doorgedrukt door certificering en deze combinatie is in een neerwaartse spiraal terechtgekomen met enorme verliezen voor aandeelhouders. Onlangs werd bij Houtgroep Nederland een reverse take-over doorgedrukt ondanks het feit dat tweederde van de aandeelhouders/certificaathouders zich tegen die beslissing verzette. Zo werd hen de kans op een betere transactie en een uitstapmogelijkheid ontnomen. Certificering dient daarom ongedaan te worden gemaakt of zodanig aangepast dat de certificaathouder het stemrecht kan uitoefenen.

Coöptatie en structuurregime

Een ander punt van aandacht is de invloed op de bestuursamenstelling. Op dit moment wordt de Raad van Commissarissen via coöptatie benoemd. Aandeelhouders hebben weliswaar een aanbevelingsrecht en een bezwaarrecht, maar het eerste recht is vrijblijvend en het tweede is zo eng gedefinieerd dat hiervan in de praktijk geen gebruik kan worden gemaakt. In 1993 werd door de Commissie van Aandeelhouders Nedlloyd voor het eerst sinds de invoering het structuurregime namens de AVA van een beursgenoteerde onderneming bezwaar gemaakt. Toen bleek dat het bezwaarrecht in de praktijk geen mogelijkheden biedt. Opmerkingen van Langman dat aandeelhouders te weinig gebruik maken van de hen toekomende rechten getuigen daarom van weinig realiteitszin.

Op korte termijn lijkt een (kleine) reparatie van het structuurregime wenselijk en zonder veel problemen uitvoerbaar. Een situatie waarin het bestuur niet meer de steun heeft van de aandeelhoudersvergadering is niet acceptabel. Daarom zou de aandeelhoudersvergadering de mogelijkheid moeten hebben om bestuurders (RvB) te ontslaan. De RvC benoemt dan weer een vervanger. Een quorum-vereiste is bij een dergelijke beslissing in de AVA denkbaar. Bij Nedlloyd had dit bijvoorbeeld goed kunnen werken.

Conclusie

Het streven blijft gericht op een situatie waarin de aandeelhoudersvergadering beslist ingeval van belangrijke beslissingen die een wezenlijke

invloed hebben op de aard, het risicoprofiel en de groeikansen van de onderneming. Dit betreft onder meer fusies, belangrijke overnames en verandering van bedrijfsactiviteiten. Belangrijke momenten in het bestaan van de onderneming. Dat betekent niet dat de aandeelhouder op de stoel van het management wil gaan zitten.

Aan meer zeggenschap kleeft voor beleggers overigens wel de verantwoordelijkheid om daad-

werkelijk van het stemrecht gebruik te maken en daar verantwoord mee om te gaan.

NOOT

1 Dit artikel is gebaseerd op de lezing die de heer De Vries over corporate governance heeft gehouden op 26 september aan de Katholieke Universiteit Brabant.