



Topics in

Corporate Finance

Corporate governance: een agenda voor de toekomst

THEO RAAIJMAKERS
GERARD VAN SOLINGE
PAUL FRENTROP

in samenwerking met

Netherlands Institute
_____ for _____
Corporate Governance



UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM
Amsterdam Center for Law & Economics

10

NUMBER

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

CORPORATE GOVERNANCE:

EEN AGENDA VOOR DE TOEKOMST

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

CORPORATE GOVERNANCE: EEN AGENDA VOOR DE TOEKOMST

Met bijdragen van:

Theo (M.J.G.C.) Raaijmakers, Gerard van Solinge en Paul Frentrop

ISBN 90-77859-01-2
ISSN 1567-7664

© 2005, Amsterdam Center for Corporate Finance

All rights reserved

VOORWOORD

Corporate governance is bijna verworpen tot een modewoord. Maar het vraagstuk is fundamenteel, en de komende tijd zal het weer hoog op de beleidsagenda staan. Fundamentele wet- en regelgevende aanpassingen zijn te verwachten. De Europese Commissie heeft een groot aantal initiatieven aangekondigd, en nationaal speelt de aanpassing van de structuurwet, de flexibilisering van het BV-recht en ook “de notitie Donner” die gevolgen kan hebben voor het Nederlandse vennootschapsrecht in de volle breedte.

Het Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF) heeft gemeend dat het juist nu cruciaal is richting te geven aan deze beleidsdiscussie. In afzonderlijke bijdragen nemen de gerenommeerde Nederlandse ondernemingsrechtjuristen Theo Raaijmaker en Gerard van Solinge stelling in het debat, en geven zij concreet aan waar de prioriteiten van de overheid zouden moeten liggen en hoe dit zich zou moeten vertalen in wet- en regelgevende aanpassingen. De econoom Paul Frentrop stelt specifiek voor beursvennootschappen centraal hoe de checks & balances vorm zouden moeten krijgen en waar de grote hiaten liggen met name als het gaat om de effectuering van de invloed van aandeelhouders. Dit vraagstuk is van grote betekenis. De wereldwijde problemen bij het vormgeven van aandeelhoudersinvloed juist in dit type vennootschappen staan op gespannen voet met het bestaan van beursgenoteerde ondernemingen.

De auteurs bouwen voort op hun bijdragen aan een eerdere ACCF conferentie, “Corporate governance: de beleidsagenda” (25 mei 2004). Deze bijeenkomst, georganiseerd in samenwerking met het Netherlands Institute for Corporate Governance, het Amsterdam Center for Law & Economics en het Ministerie van Economische Zaken, ging met name in op beursvennootschappen. Van Solinge en met name Raaijmakers trekken het nu breder: fundamentele aanpassingen in het vennootschapsrecht zijn noodzakelijk om als Nederland, maar ook als EU, invulling te kunnen geven aan de gewenste flexibilisering en dynamiek van de samenleving. De Lissabon agenda en de ook meer recente voorstellen van de Commissie Kok (in opdracht van de Europese Commissie) over de operationalisering hiervan maken het absoluut ongewenst om deze bredere discussie uit de weg te gaan.

De toevoeging “Een agenda voor de toekomst” in de titel van deze publicatie is niet vrijblijvend en futuristisch. Het wijst op de acute noodzaak om te komen tot concrete verbeteringen. De tijd voor filosofische discussies ligt achter ons. Actie is geboden.

Als Amsterdam Center for Corporate Finance hopen wij met deze studie een waardevolle bijdrage te leveren aan het publieke debat, en vooral beleidsmakers te inspireren tot actie.

December 2004

Arnoud W. A. Boot
Mirjam van Praag
Directors ACCF

INHOUD

Voorwoord	v
Inhoud	vii
1 Tussen “Enron” en Lissabon: herstel van vertrouwen en concurrentiekracht Theo (M.J.G.C.) Raaijmakers	1
1.1 Inleiding	1
1.2 Enkele algemene beschouwingen	2
1.3 De beleidsimplicaties van de Lissabon-doelstellingen	5
1.4 Herziening van het ondernemingsrecht voor het MKB (eenmanszaken)	7
1.5 Herziening ondernemingsrecht: personenvennootschappen en BV	10
1.6 Beursondernemingen tussen NV- en effectenrecht	16
1.7 Wetgeving, overheidstoezicht en rechtspraak	28
1.8 Slotopmerkingen en aanbevelingen	29
Referenties	34
Over de auteur	35
2 Colleague or cop? Een duivels dilemma Gerard van Solinge	37
2.1 Inleiding	37
2.2 Corporate governance trends in de Verenigde Staten	38
2.2.1 Professionalisering	38
2.2.2 Meer macht voor special committees: op zoek naar een nieuwe balans	39
2.2.3 Meer onafhankelijkheid van non-executive directors	39
2.2.4 “Executive sessions”	40
2.2.5 Conclusie	40
2.3 Corporate governance trends in Nederland	41
2.3.1 Two-tier of one-tier?	41
2.3.2 Vereenvoudiging van het BV-recht	41
2.3.3 Aanpassing van het structuurregime	42
2.3.4 Onafhankelijkheid van commissarissen	42
2.4 Aanbevelingen voor de wetgever	43
Referenties	45
Over de auteur	46
3 De lange keten van corporate governance Paul Frentrop	47
3.1 Inleiding	47
3.2 De kernvraag van corporate governance	47

3.3	Disciplineringsmechanismen	49
3.4	De rechten van de aandeelhouders	53
3.5	De rol van intermediairs tussen onderneming en financiële belanghebbenden	54
3.6	De rol van institutionele beleggers	56
3.7	De rol van banken	60
3.8	De rol van beursorganisaties	63
3.9	De economische functie van de corporate governance keten	65
3.10	Conclusie	67
	3.10.1 Persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders	67
	3.10.2 Bescherming van minderheidsaandeelhouders	68
	3.10.3 Regulering van intermediairs op de financiële markten	69
	Referenties	70
	Over de auteur	72

1 TUSSEN “ENRON” EN LISSABON: HERSTEL VAN VERTROUWEN EN CONCURRENTIEKRACHT

Enkele gedachten over een beleidsagenda voor “corporate governance” als sluitstuk voor een bredere herziening van het Nederlandse ondernemingsrecht

Theo (M.J.G.C.) Raaijmakers

1.1 Inleiding

Dit hoofdstuk is een uitwerking van de voordracht die ik op 25 mei 2004 gaf voor het congres: “Corporate Governance: de beleidsagenda” georganiseerd door het Amsterdam Center for Corporate Finance. De tekst van de aankondiging van dit congres sloot aan bij het werk van de Commissie Tabaksblat en de door haar vastgestelde Code. Daarin werd geconstateerd dat een “voorlopige” aanpassing (van de structuurregeling) toen nog bij de Eerste Kamer lag, maar dat een serieuze discussie over meer fundamentele wetgeving onderweg was. Hoe gaat de Nederlandse wetgeving voor vennootschappen er uit zien? Wat is het nieuwe machtsevenwicht dat zal ontstaan voor de verschillende participanten in de onderneming? Blijft er ruimte voor een Nederlandse invalshoek? Aldus viel in die aankondiging het accent op beursondernemingen en op de structuurregeling. De vraagstelling was daartoe echter niet beperkt. In mijn lezing poogde ik daarom een bredere visie te geven, geënt op de betekenis die de “Lissabon-ambitie” heeft voor de ontwikkelingen op Europees en op Nederlands niveau. Ik betoogde dat een herziening zich niet dient te richten op, noch beperkt dient te worden tot beurs- en grote ondernemingen en veeleer “top down” tot kleine(re) ondernemingen zou moeten worden uitgebreid en dat die zich in aansluiting op de “Lissabon”-doelstellingen primair zou dienen te richten op de bevordering van bedrijvigheid en innovatief ondernemerschap. Daarom, zo betoogde ik in aansluiting op het pleidooi dat ik daarvoor al lang en reeds vele malen heb gehouden, zou die modernisering van ons ondernemingsrecht zich in dat perspectief dienen uit te strekken over de volle breedte van het ondernemingsrecht en dan “bottum up” dienen te worden benaderd: “think small first”, zoals het in het Engelse hervormingsstreven heet. Het verklaart de gekozen titel. “Enron” en de blijvende aandacht voor “corporate scandals” leidt tot een denk- en reguleringsperspectief dat zich richt op herstel van vertrouwen in de financiële markten en (bestuur en toezicht van) beursondernemingen. “Lissabon” daarentegen leidt ons naar de vraag hoe zowel op Europees als op nationaal niveau –ook door middel van vereenvoudiging en flexibilisering van het ondernemingsrecht- de bedrijvigheid en ondernemerszin kan worden bevorderd teneinde in 2010 inderdaad de sterkste economie in de wereld te zijn geworden. Ik wijs in dit verband ook op de in de Europese Grondwet uitdrukkelijk erkende en richtinggevende vrijheid van ondernemerschap en die van de “eigendom”, ook van een onderneming.

Het ACCF-congres koos een actueel thema. Sindsdien verscheen een reeks van belangrijke voorstellen en nota’s, zowel van de Europese Commissie als van het

Nederlandse kabinet en, zeer recent, “Facing the Challenge; The Lisbon Strategy for growth & Development”, het rapport van de High Level Group onder leiding van W. Kok. Het gaf mij de gelegenheid bij de uitwerking van dit opstel nog rekening te houden met die nadien verschenen teksten.

1.2 Enkele algemene beschouwingen

De ontwikkeling van een beleidsagenda voor de veelheid van onderwerpen die in brede zin onder “corporate governance” worden begrepen, noopt ertoe die zo even bedoelde vragen te bezien in de bredere samenhang van het vennootschapsrecht, dat zich richt op de regelingen voor de rechtsvorm van een onderneming en haar externe betrekkingen, en het beurs- en effectenrecht dat zich vooral bezighoudt met de ordening van financiële markten, regels voor daarin werkzame professionele partijen en de bescherming van beleggers. Het vertrouwen in die markten en die bescherming van beleggers staan daarbij centraal. In het corporate governance debat overlappen die doelstellingen en uitgangspunten elkaar want daar gaat het ook over het herstel van vertrouwen in de integriteit van bestuurders en toezichthouders in beursondernemingen, wat uitmondt in regels voor de intern-organisatorische structuur van ondernemingen. De onderscheiden reguleringskaders en –doelstellingen raken hier met elkaar verweven en dan blijkt dat die kaders –en ook de wijze van handhaving van regels- op nationaal, internationaal en EU-niveau danig verschillen met het gevolg dat ogenschijnlijk “identieke” regels bij nadere beschouwing geheel anders (kunnen) uitwerken.

Dat is m.i. een van de centrale problemen waarmee wij kampen bij het vaststellen en uitvoeren van een bredere herzieningsagenda. Bij de opstelling daarvan is Nederland als EU-lidstaat gehouden zich te bewegen binnen de ruimte die het EU-beleid en reeds vastgestelde richtlijnen en verordeningen, alsook de rechtspraak van het Europese Hof van Justitie daartoe laat. De door mij gekozen titel “Tussen “Enron” en Lissabon; Herstel van vertrouwen én concurrentiekracht” beoogt dit tot uitdrukking te brengen. Want de algemene doelstellingen van de Unie, zoals neergelegd in de algemene bepalingen van het Verdrag, worden in de Lissabon-verklaring van maart 2000 geconcretiseerd in een nader uitgewerkte beleidsdoelstelling: “to become the most competitive and dynamic knowledge-driven economy in the world, capable of sustainable economic growth with more an better jobs and greater social cohesion”. Deze strekt er mede toe om de plaats van de Unie in de wereldwijde competitie te versterken door met een veelheid van middelen een innovatieve bedrijvigheid in de Unie aan te moedigen en personen ertoe te bewegen een eigen bedrijf op te zetten.

Een flexibel en aan de eisen van de tijd aangepast ondernemingsrecht garandeert uiteraard niet op zichzelf dat dit zal geschieden, maar het is daartoe bepaald wel een van de middelen. Het onmiskenbare belang van het MKB noopt daarom “to think small first”. Die taak ligt niet in de eerste plaats bij de Unie, mede gelet op de reeds genoemde vrijheid van ondernemerschap in de Europese Grondwet en het subsidiariteitsbeginsel van het Verdrag die te dezen niet zonder betekenis zijn. Aan de andere zijde van het

spectrum, de beursondernemingen, ligt dat anders. Integratie en versterking van de financiële markten is duidelijk een communautair belang. De modernisering en Europeanisering van het beurs- en effectenrecht staan centraal in het Financial Services Action Plan (1999), ook hier ter versterking van de concurrentiepositie van de Unie in de “global markets” die in verschillende opzichten sterk wordt gedomineerd door de VS.

Een beleidsagenda voor Nederland kan zich, zo valt aanstonds op te merken, niet losmaken van die van de Unie en wel in twee opzichten: de eenmaal door de Unie vastgestelde regels (en de uitleg daarvan door het Europese Hof) binden de lidstaten overeenkomstig hun inhoud en effect. Omgekeerd nemen de lidstaten zelf deel aan de (politieke) besluitvorming omtrent zulke regels vanuit de nationale belangen die zij daarbij hebben te behartigen, ook als het gaat om herijking van reeds vastgestelde regels die in de ontwikkeling van de Unie achterhaald en obsoleet zijn geworden.

Een brede beleidsdoelstelling als de Lissabon-ambitie “bindt” de lidstaten niet als vastgestelde Unie-“regel” maar wel als een gemeenschappelijk vastgestelde “beleidsdoelstelling” en daarmee voor de agenda ter uitvoering daarvan. De centripetale en –fugale krachtsverhouding tussen “federale” en nationale competenties, kenmerkend voor de VS, doet zich in toenemende mate ook gevoelen binnen de Unie. In termen van het Verdrag gaat het om de spanning tussen de algemene verdragsvrijheden en het subsidiariteitsprincipe die tezamen het constitutionele kader vormen voor politieke besluitvorming en regulering. Daarbij komt de vrijheid van ondernemerschap van de Europese grondwet.

Behalve die laatstbedoelde constitutionele vrijheid, gaat het voor ons onderwerp meer in het bijzonder om het verdragsrechtelijke vrije verkeer van personen, de primaire en secundaire vestigingsvrijheid van bedrijven en om het vrije kapitaalverkeer. Mede door de uitleg van het Europese Hof van Justitie van de vestigingsvrijheid (Centros, Überseeering en Inspire Art) ontstaat, net als in de VS, binnen de bestaande communautaire ruimte op het terrein van het ondernemingsrecht een “regulatory competition” tussen de lidstaten. Op het terrein van financiële marktordening en beleggersbescherming zien wij de omgekeerde beweging in richting van een voortschrijdende federalisering (via verordeningen, maximale harmonisatie en onderlinge samenwerking van toezichthouders).

Voor de beleidsagenda is dit kader bepalend zowel (a) in passief/beperkende –wat kan een lidstaat niet meer zelf regelen? hoe gebruikt hij de resterende handelingsvrijheid en beleidsruimte?– als (b) in actief/beïnvloedende zin –hoe wendt Nederland zijn invloed aan ter bevordering of bescherming van zijn belangen bij regulering op het niveau van de Unie? Die dubbele invalshoek weerspiegelt zich ook in de beleidsruimte van de Unie: waartoe is zij zelf bevoegd? Wanneer is zij aangewezen op de medewerking van (alle of een meerderheid van) de lidstaten? Ook hiervoor dient Nederland een eigen beleidsagenda te ontwikkelen.

Alle politieke besluitvorming gericht op overheidsregulering vangt aan met een analyse van de vraag waarom en waartoe die nuttig of noodzakelijk is in het algemene belang van de Unie respectievelijk van een afzonderlijke lidstaat. Voor het hier behandelde

onderwerp wordt dan duidelijk dat nogal uiteenlopende vertrekpunten worden gehanteerd. “Lissabon” is een pro-actief geformuleerde doelstelling die veel ruimte laat voor eigen initiatieven van de lidstaten en voor een mede door het EHvJ aangewakkerde “regulatory competition”. Het Rapport van de High Level Group of Company Law Experts (november 2002) ademt diezelfde geest door het ondernemingsrecht te plaatsen in functie van bevordering van bedrijvigheid en van facilitering daarvan.

De Europese harmonisatie van het vennootschapsrecht, die er volgens het Verdrag op gericht is om –voor zover nodig- de bescherming van aandeelhouders en derden evenwaardig te doen zijn, volgde tot dusver echter een andere koers. De “oude Zes” kozen er onder Franse invloed voor “regulatory competition” juist te neutraliseren om te voorkomen dat Nederland het Delaware van Europa zou worden (toen nog een pejorative kwalificatie). Inhoudelijk werd de harmonisatie langere tijd sterk beïnvloed door het in 1965 herziene Duitse Aktiengesetz: de AG als *Publikumsgesellschaft* kreeg daarin een sterk institutioneel karakter met een wettelijk gepostuleerd “centralized management”, beperkte aandeelhoudersrechten en tevens een “mitbestimmte” Aufsichtsrat. Het ontwerp 5^e richtlijn bouwde daarop voort en pas met de toetreding van het VK kwam geleidelijk een tegenbeweging op gang in de richting van een “shareholder oriented” model.

Hierna kom ik nog terug op het werkingsgebied van de richtlijnen. Op deze plaats kan echter al worden geconstateerd dat de Commissie, zoals ook blijkt uit haar reactie op het HLG Rapport in haar Actie Plan van mei 2003, het “acquis communautaire” koestert en dat zij die vooralsnog niet lijkt te willen “vrijgeven” aan nationale beleidsruimte (en “regulatory competition”). Het maakt aanstonds duidelijk dat de nationale beleidsagenda van de lidstaten derhalve ook een eigen keuze dient te behelzen met betrekking tot de beleidskeuzes op het niveau van de Unie nu de lidstaten daaraan immers mede vorm dienen te geven.

De harmonisatie van het beurs- en effectenrecht is, anders dan naar het zich laat aanzien op het terrein van het ondernemings-, althans het vennootschapsrecht, nauwelijks gehinderd door enige remmende voorsprong. De feitelijke integratie van de Europese financiële markten en het Actieplan (1999), de introductie van de comitologie (Lamfalussy-procedure) gaven een sterke impuls aan de eenmaking van regels. “Enron” heeft dit proces versneld, maar tegelijk ook in een iets anders perspectief geplaatst doordat nu ook hier het herstel van vertrouwen in die financiële markten en –let wel- uitgevende instellingen veel meer op de voorgrond trad als richtpunt van regulering. Toezicht door de overheid op de werking daarvan, maar ook meer in het bijzonder op jaarverslaggeving en accountantsorganisaties is daardoor bevorderd. Ik kom daar op terug. Wel constateer ik reeds op deze plaats dat dit laatste element nu leidt tot een zekere diffusie en overlap met het terrein van het klassieke vennootschapsrecht. Ik zal dat hierna nader toelichten onder meer aan de hand van de verschuiving van “accounting” naar “disclosure” en de machtsverdeling en interne organisatie van bestuur en toezicht op het bestuur.

1.3 De beleidsimplicaties van de Lissabon-doelstellingen

Spreken wij over de Europese en Nederlandse beleidsagenda's dan dienen m.i. enkele punten te worden vooropgesteld. De Lissabon-doelstellingen nopen de Unie en de lidstaten tot voortdurende vergelijking met andere regio's, zowel met de VS als in toenemende mate met de "emerging markets", om te kunnen meten welke vorderingen zijn/worden gemaakt in het bereiken van de eerste plaats. Doelstellingen, middelen, handhavingsmechanismen en -kosten, (voorzienbare) gedragseffecten en praktische uitwerking van regulering dienen daaraan te worden geijkt. Uitgangspunt blijft het behoud en de versterking van de concurrentiekracht van de Unie en van Nederland in de uitgebreide EU. Vanzelfsprekend gaat het daarbij om de infrastructuur in zeer ruime zin (ook arbeidsklimaat, scholings- en opleidingsniveau, politieke en sociale stabiliteit, integriteit, fiscale klimaat, red tape, administratieve lasten), maar het besef lijkt te groeien dat ook de interstatelijke wedijver om het meest aantrekkelijk ondernemings- en effectenrecht in toenemende mate een rol speelt.

De veelheid van maatregelen waartoe de Lissabon-agenda noopt kan niet anders dan aangrijpen bij de motor van de Europese economieën: het midden- en kleinbedrijf. Bevordering van ondernemerschap, bedrijvigheid en het wegnemen van belemmeringen voor het opzetten, in stand houden en uitbouwen van ondernemingen begint bij de startende ondernemer, onverschillig of die de zaak van zijn ouders overneemt, zijn baan (geheel of gedeeltelijk) opzegt om voor zichzelf te beginnen, zich inkoop in het bedrijfje van een starter of daarmee gaat samenwerken als partner of als venture capitalist, dan wel gaat deelnemen in diens BV. Veel aandacht gaat uit naar bevordering van "technische" en direct marktgerichte innovatie van producten en diensten, maar ook wet- en regelgevers zelf "brengen producten in de markt"; hier gaat het dan om een samenhangend menu van ondernemingsvormen met soepele omzettings- en reorganisatiemogelijkheden al naar gelang een onderneming verschillende levensfasen doorloopt. En ook voor hen geldt dat zij in het algemene belang innovatief werkzaam dienen te zijn teneinde knelpunten en belemmeringen weg te nemen voor het bevorderen van ondernemerschap, het opzetten van een eigen zaak, het samenwerken met anderen, het doen overgaan op dan wel het overdragen aan anderen om de vruchten te plukken van hun inspanningen. Daarom moet de aandacht zich niet, als thans, slechts of in hoofdzaak concentreren op de "high end" van beursondernemingen en marktstructuren, maar zich richten op de volle breedte van het ondernemingsrecht. Venture capitalists en private equity funding illustreren overigens hoe het terrein van MKB en de "high end" beursondernemingen in verschillende opzichten, ook als investeringsobjecten, naar elkaar toe bewegen.

Het geeft aanstonds richting aan de analyse van wat, meer nauwkeurig bepaald, regulering behoeft, op welk niveau dat moet geschieden (internationaal, Europees, nationaal), welke vorm daarvoor wordt gekozen en niet minder of en in hoeverre daartoe regulering en handhaving door de overheid op haar plaats is dan wel deze kan worden overgelaten aan de direct betrokkenen. Niet minder van belang voor goede, begrijpe-

lijke, doelgerichte en effectief handhaafbare regulering is dat zij over de hele linie consistent is.

In dit bredere “bottom up”-perspectief springt in het oog wat als men “top down” redeneert vanuit grote (beurs)-ondernemingen, wat versluierd raakt: de vrijheid van individuen om alleen dan wel in “vereniging” met anderen een onderneming te starten, in stand te houden en desgewenst te reorganiseren, over te doen gaan of over te dragen dan wel te beëindigen. Deze worden ook in art. II-16 van het ontwerp van de Europese Grondwet geëerbiedigd: “De vrijheid van ondernemerschap wordt overeenkomstig het recht van de Europese Unie en van de nationale wetgevingen en praktijken erkend”. Art. II-17 eerbiedigt bovendien het recht op eigendom en dat heeft uiteraard ook betrekking op het recht op een onderneming, ongeacht of die toebehoort aan een natuurlijke dan wel aan een rechtspersoon.

Dit perspectief is van belang wanneer wij ons in een complexe samenleving als de onze afvragen of en welke bij die ondernemingsvrijheid betrokken nader geïdentificeerde maatschappelijke en individuele belangen bescherming behoeven en een “inbreuk” op die vrijheden rechtvaardigen. Wij stuiten hier niet slechts op bekende thema’s als bescherming van het handelsverkeer, werkingsomvang van aansprakelijkheidsbeperving, bescherming bij reorganisaties, strafrechtelijke verbodsbepalingen, risicoveredeling in insolventie, maar daarmee in feite meteen ook op (de uitleg van) de grondslag van communautaire regulering. Men denke aan art. 44(g), in samenhang met het subsidiariteitsbeginsel en de doelstellingen van het Verdrag.

De effectiviteit van regulering, in welke vorm dan ook, hangt mede af van de handhaving en niet minder van de vraag of deze kan worden ontweken door migratie (binnen de Unie of met overschrijding van haar buitengrenzen) door verplaatsing van de statutaire en/of de werkelijke zetel, grensoverschrijdende fusie en andere reorganisaties. Ook dit leidt ons naar de kern van de ondernemingsvrijheid en de begrenzingen daarvan binnen de Europese Unie: de intracommunautaire migratie van ondernemingen, die *materialiter* door het Europese Hof van Justitie ook voor geïncorporeerde ondernemingen lijkt te zijn aanvaard en die, naar het zich laat aanzien, verder ondersteund wordt met beslissingen omtrent de fiscale aspecten van migraties: Daily Mail lijkt af te brokkelen. Door de lidstaten opgelegde inbreuken op de vestigings- en daarmee ook de migratievrijheid (in Nederland tot dusver met de Wet Formeel Buitenlandse Vennootschappen), worden door het Hof in hun werking beoordeeld op de vraag of en in hoeverre die inbreuken een inbreuk vormen op de die verdragsrechtelijke vrijheden (primaire en secundaire vestigingsvrijheid). Intracommunautaire juridische fusie, onderwerp van het ontwerp 10^e richtlijn, en zetelverplaatsing (aangekondigde 14^e richtlijn) dienen mede in dit perspectief te worden beoordeeld.

Dat dit gezichtspunt ook de kern van het corporate governance debat raakt is duidelijk. Ten einde gedacht zien wij dat hier de beginselen van organisatievrijheid (inrichting van een beursonderneming) en de wijzen waarop beleggers beschermd (kunnen) worden en de ordening van de kapitaalmarkt direct aan elkaar raken. Het stelsel in de VS illustreert dit: federaal effectenrecht met een zeker publiekrechtelijk karakter en state-

lijk ondernemingsrecht met een sterk privaatrechtelijk (contractueel) karakter.

Ook hier is een belangrijke toets gelegen in de migratievrijheid binnen de Unie respectievelijk migratie van buiten de Unie naar een lidstaat (of vice versa). Migratievrijheid is immers de test voor de grenzen aan het "Hoheitsgewalt" van de betrokken jurisdicties. Dat nationaal ondernemingsrecht flexibel is, maar de regels van marktordening en beleggersbescherming tenderen naar strikte en federale –immers op de gehele markt binnen de Unie betrekking hebbende- regulering, ligt dan voor de hand. Onverlet blijft dat die fundamentele vrijheden uitgangspunt van denken, handelen en regulering dienen te blijven.

1.4 Herziening van het ondernemingsrecht voor het MKB (eenmanszaken)

De cruciale rol van het MKB voor de welvaart en economie staat ook wat de Unie en haar lidstaten betreft niet ter discussie. Integendeel: dat belang wordt bij voortdurende onderstrept, ook in Nederland. Voor het bereiken van de Lissabon-doelstellingen is daarom dan ook juist de bevordering van de bedrijvigheid in deze sector cruciaal. Bijgevolg moet worden bepaald welke rol het ondernemingsrecht (in ruime zin, d.w.z. niet beperkt tot de wettelijk uitdrukkelijk geregelde rechtsvormen) daarbij dient te vervullen. De problemen zijn, als gezegd, nauw verweven met regels van de afzonderlijke lidstaten. De problemen van MKB-bedrijven zijn, zeker naarmate zij kleiner en in de regel ook niet grensoverschrijdend actief zijn, in belangrijke mate nationaal van aard. Desniettemin is de Unie ook op dit terrein actief, onder meer in het SLIM-project, maar de vorderingen verlopen traag en dat verbaast dan ook niet. Bijgevolg is het vooral aan de lidstaten om in hun eigen belang –maar daarmee bepaald ook dat van de Unie als geheel– zelf voortgang te boeken. Het is verheugend dat het kabinet ernst maakt met terugdringing van administratieve lasten en meer oog lijkt te krijgen voor het effect van en de nauwe samenhang met fiscale regelingen, maar behalve de papierwinkel van filings, enquêtes, formulieren en zo meer, dient meer fundamenteel te worden bezien hoe bestaande ondernemingen kunnen worden behouden en het ontstaan van nieuwe kan worden bevorderd.

Opmerkelijk is dat de rol van het ondernemingsrecht in algemene zin voor eenmanszaken, ondernemingen of de handelszaak nauwelijks wordt onderkend, terwijl die toch naar aantal gemeten verreweg het grootste deel van het bedrijfsleven vormen. Zij worden amper of niet gezien als *rechtsvorm van een onderneming* en de meeste hand- en leerboeken wijden er dan ook geen of slechts geringe aandacht aan. Ik heb vele malen anders bepleit, maar ook in de Kabinetsnota Modernisering Ondernemings- en Vennootschapsrecht (8 september 2004) worden zij nauwelijks genoemd en wordt de aandacht vrijwel geheel gericht op ondernemingen *in de rechtsvorm van een kapitaalvennootschap (rechtspersonen)* en dan nog weer vooral op beursvennootschappen.

De oorzaak voor deze geringe aandacht is waarschijnlijk te vinden in de voor kleine ondernemers veel meer en directer in het oog springende vervlechting met een veelheid aan regelingen van fiscale, sociaal-verzekeringsrechtelijke en sociaal-economische aard

waarmee zij onmiddellijk bij aanvang van hun onderneming worden geconfronteerd: rij-tijden-, Arbo en Warenwet, vergunningsvoorschriften, milieuboekhoudingen, sociale verzekerings- en pensioenregels, fiscale boekhoud- en andere regels en zo veel meer. Die regels gelden in de regel voor *ondernemers*. Maar soms zijn die gekoppeld aan de hoedanigheid van bijvoorbeeld werknemer of belegger als het gaat om regels van arbeidsrecht, belastingheffing, sociale verzekerings- en pensioenaanspraken of strafrechtelijke ge- en verbodsbepalingen. “Wat het opbrengt en kost” en welke risico’s hij loopt zijn de eerste vragen die een ondernemer zich stelt. Even genoemde regels vallen aanstonds in het oog, over wat er gebeurt met zijn onderneming bij overlijden, hoe hij deze kan doen overgaan op zijn kinderen, als geheel op eenvoudige wijze kan inbrengen in een BV of fuseren met een ander bedrijf, zijn vragen die een startende ondernemer niet onmiddellijk uit zijn slaap houden. Hij moet er op kunnen vertrouwen dat het recht hier eenvoudige en adequate oplossingen biedt.

Het nut van begripsanalyse en –omschrijvingen moet in dit licht dan ook niet met *dédain* worden afgedaan nu het voor de betrokken ondernemers gaat om wezenlijke zaken. Ik denk aan “zelfstandigen zonder personeel” (ZZP-ers), aan mensen die hun baan voor een deel opzeggen om in de vrijkomende (deel)-tijd een eigen zaak te beginnen, de aanzwellende golf van vergrijzende baby-boomers die zoeken naar methoden van bedrijfsopvolging zonder aan de volle stakingswinstbelasting ten prooi te vallen. Dit laatste illustreert overigens al op zich zelf een conceptueel vervuilende “catch 22” tussen optimalisering van de in de goodwill tot uitdrukking komende resultaten van langdurige inspanningen en de minimalisering daarvan ter vermindering van belasting.

Zijn wettelijke regels op deelterreinen effectief doordat zij zijn gericht tot ook eenmans-ondernemers, daarmee blijft ongeregeld wat een “onderneming” is en hoe die moet worden geëvalueerd in het (privé)-vermogen van de ondernemer. Is het belangrijk om dat te weten? Ja, zo heb ik herhaaldelijk betoogd. Kunnen we ons de moeite van enige wettelijke regeling besparen? Neen. Het maatschappelijk belang is groot. Want in alle betrekkelijke eenvoud doen zich ook hier al vragen voor van dezelfde aard als bij andere ondernemingsvormen, omdat het ook daar gaat om “ondernemers” met een onderneming.

Een ondernemer behoort een administratie te voeren met betrekking tot zijn onderneming, maar is het ook een vermogensseenheid die zich leent voor (een eenvoudige) overgang (op erfgenamen), overdracht en levering als één geheel (door verkoop aan een opvolger), verpanding (aan bijvoorbeeld een bank tot zekerheid van een bedrijfskrediet), huur/verhuur, exploitatie- en “pacht”-overeenkomsten, beheers- of managementcontracten? Hoe wordt in zulke gevallen de opgebouwde goodwill gerealiseerd en geleverd? En hoe wordt –omgekeerd- verworven en betaalde goodwill beschermd tegen inbreuken door de overdragende partij? Kan een ondernemer die zijn bedrijf wil inbrengen in samenwerking of in een (eenmans)-BV op vereenvoudigde wijze zijn onderneming omzetten of, minst genomen, op vereenvoudigde wijze als één geheel inbrengen met overgang van alle rechten en verplichtingen? Kan hij partij zijn bij een fusie of splitting? Hoe werkt insolventie en hoe behandelen wij de eenmanszaak in de Wet Schuld-

sanering Natuurlijke Personen? Heeft de eenmanszaak een afgescheiden vermogen waarop crediteuren zich bij voorrang boven privé-schuldeisers kunnen verhalen?

Die vragen zijn thans (nog) niet te beantwoorden aan de hand van eenvoudige op die rechtsfiguren en transactievormen toegesneden wettelijke regels. Toch is dat van groot belang niet alleen ter bestrijding van hoge advies- en transactiekosten, maar vooral tot behoud van ondernemingen en de vruchten van de inspanningen van ondernemers. Bovendien beseffe men dat het hier conceptueel een onderwerp betreft dat ook voor grotere bedrijven, hun dochters en joint ventures, en bedrijven in een van de wel uitdrukkelijk in de wet geregelde rechtsvormen van groot belang is, vooral bij reorganisaties (in ruime zin), zoals omzetting, vereenvoudigde inbreng, fusie en splitsing, activa-passiva-transaties, doorstart-scenario's et cetera.

Buitenlandse rechtsstelsels bieden wel soelaas voor een aantal van de hier aangestipte problemen, zoals vereenvoudigde inbreng of overdracht (België, Duitsland, Italië), ruime omzettings- en “fusie”-regels (Duitsland), bescherming verkregen goodwill door concurrentieverbod (Italië), verpanding en verhuur van een gehele onderneming (Frankrijk, België), vruchtgebruik (Italië, ook Nederland), verpachting (Duitsland, Italië).

Een eenmansonderneming biedt de ondernemer geen schild tegen persoonlijke aansprakelijkheid jegens de zaakscrediteuren, welke dan ook verhaal kunnen nemen op zijn gehele vermogen, ook het privé-gedeelte daarvan dat uit zijn administratie kan worden afgeleid. Hij *is* aansprakelijk met zijn gehele vermogen, ook met dat deel daarvan dat hij *niet* heeft bestemd tot zijn onderneming en onverschillig of hij, al dan niet kenbaar, handelde voor en ten behoeve van zijn onderneming. Niet anders wordt dat indien hij faillieert en de WSNP mogelijk op hem toepasselijk wordt. Twee aspecten dienen te worden onderscheiden.

De zaakscrediteuren hebben het nadeel dat zij gelijk op moeten delen met de crediteuren in privé. Het onderscheid tussen beide groepen blijkt uit de administratie van de ondernemer. Nu de ondernemer als zodanig en “onder firma” aan het handelsverkeer deelneemt zou daarbij beter passen zijn ondernemingsvermogen niet alleen te zien als een afgezonderd en als zodanig geadmistreerd, doch ook als een afgescheiden vermogen met het gevolg dat de zaakscrediteuren ingeval van betalingsverzuim verhaalsvoorrang hebben vóór de privé-crediteuren. Vaker wees ik er op dat reeds de Romeinen ons voorgingen met een daarop gelijkende rechtsfiguur (het *peculium*). Er is ook niet een wezenlijk verschil met de afgescheiden vermogens die wij kennen in het personenvennootschapsrecht. Daar wordt het afgescheiden karakter van het ondernemingsvermogen (mede) afgeleid uit de beperkingen van de beschikkingsbevoegdheid die voortvloeit uit de tussen vennoten bestaande gemeenschap van de algemeenheid van goederen en schulden (“mede-eigendom”). Maar belangrijker en doorslaggevend is dat zij “onder firma” deelnemen aan het rechtsverkeer. En als op een onderneming vruchtgebruik en pandrecht kan worden gevestigd en die ook onder bewind kan worden gesteld, is het niet vreemd die ook als afzonderlijk executie-object te zien. Voor dit doel behoeft men dan derhalve niet aanstonds te denken in termen van rechtssubject of rechtspersoon.

Dat wordt iets anders bij beschouwing van de andere zijde van de medaille: de vraag of er aanleiding is voor een (zekere mate van) beperking van verhaal voor de zaakscrediteuren jegens de privé-, d.w.z. niet tot de onderneming bestemde activa. Dat lijkt een grote stap, maar als straks het minimumkapitaal van de BV is afgeschaft en wij mogelijk, naar het voorbeeld van de Engelse LLP, ook een personenvennootschap met beperkte aansprakelijkheid zouden invoeren, is die veel minder groot. Ook nu kiest menig ondernemer voor een (eenmans)-BV, al is de fiscale noodzaak daarvoor aanmerkelijk afgenomen.

Ik sluit deze paragraaf af met de constatering dat de Nota Modernisering Ondernemings- en Vennootschapsrecht over dit alles niet rept. Er blijft werk aan de winkel.

1.5 Herziening ondernemingsrecht: personenvennootschappen en BV

Voor ondernemers die door middel van samenwerking tezamen met anderen hun doel willen bereiken, is van oudsher de vennootschap onder firma (“vof”) en de commanditaire vennootschap (“CV”) een geschikte en veelgebruikte rechtsvorm voor het MKB en in toenemende mate de openbare maatschap voor de dienstverlenende industrie (advocaten, notarissen, accountants, belasting- en andere consulenten). Venture capitalists kiezen vaak voor een CV. Het personenvennootschapsrecht dat deze rechtsvormen wettelijk regelt is om die reden een belangrijk onderdeel van het ondernemingsrecht in ruime zin, zeker nu het onderscheid tussen beroep en bedrijf verdwijnt.

Als een van de laatste puzzelstukken van het Nieuw BW ligt het wetsvoorstel personenvennootschappen bij de Kamer (Kamerstukken 28 748). De Nota Modernisering Ondernemings- en Vennootschapsrecht constateert dit slechts als feit en beijvert zich geenszins samenhangen te onderzoeken en dwarsverbindingen aan te brengen. De Minister wekt daarmee de indruk dit voorstel als “acquis” niet te willen betrekken in een breder opgezette modernisering van het ondernemingsrecht. Dáárvoor immers zou de onderneming als zodanig uitgangspunt van discussie dienen te zijn.

Met dat wetsvoorstel worden de burgerlijke maatschap en de handelvennootschappen in één regeling bijeengebracht. Naast de stille maatschap kent die openbare vennootschappen met een afgescheiden ondernemingsvermogen en verhaalsvoorrang voor zaakscrediteuren. Vennoten kunnen er voor kiezen die ook formeel tot “rechtspersoon” te dopen, maar moeten daarvoor wel naar de notaris (met daaraan verbonden kosten), terwijl het hen niet het voordeel brengt van beperkte persoonlijke aansprakelijkheid en er ook overigens materialiter niets voor hen of voor derden verandert. Opmerkelijk is dan ook dat die omkoop niet geschiedt door een eenvoudige omzetting, maar dat de wetgever hier een geheel nieuwe rechtspersoon ziet ontstaan waaraan dan de onderneming (zelfs hier: in haar “losse” bestanddelen) moet worden overgedragen en geleverd; een vereenvoudigde inbreng wordt niet voorzien, noch behoud van de identiteit van de vennootschap als samenwerkingsverband. Op dezelfde (gebrekkige) wijze kan een openbare vennootschap met rechtspersoonlijkheid BV worden. Maar opnieuw niet door middel van een omzetting waarbij alles hetzelfde blijft maar slechts de rechtsvorm

verandert. Opnieuw is een notariële akte vereist en moet de onderneming in haar afzonderlijke bestanddelen worden overgedragen en geleverd aan deze “nieuwe” BV-ondernemer.

Een verbetering is dat bij partnerwisseling (uittreden) de vennootschap in continuïteit wordt voortgezet door de overblijvende partner(s). De uittredende vennoot krijgt recht op uitkoop tegen de waarde van zijn aandeel. Zo wordt de gelijkenis met een BV sterker. Maar nu het hier per definitie gaat om samenwerkende ondernemers is het wel opmerkelijk dat het voorstel geen afzonderlijk onderdeel kent voor regeling van de onderlinge verhouding tussen de partners, zodat bijvoorbeeld ook een concurrentieverbod na “exit” ontbreekt als waarborg tegen schade aan de opgebouwde goodwill (als de uittredende partner bij diens exit daarvoor schadeloos gesteld).

Hoogst opmerkelijk is ook dat nog immer niet een wetsvoorstel voor de fiscale behandeling van personenvennootschappen is ingediend. Dat terwijl toch de gekunstelde tweedeling tussen openbare vennootschappen met en zonder rechtspersoonlijkheid haar ontstaansgrond lijkt te vinden in de keuze tussen een wel en niet Vpb-plichtig lichaam. Daaraan is de grondslag ontvallen nu de Staatssecretaris van Financiën te kennen gaf dat beide vormen fiscaal transparant zullen worden behandeld.

Al met al geeft de voorgestelde regeling niet een vereenvoudiging en modernisering van dit deel van het ondernemingsrecht. Zij is onnodig complex, formaliserend en bevat onnodig veel dwingend recht. Zij creëert een te scherpe tegenstelling met de BV, terwijl dat voor betrokken ondernemers een eenvoudig alternatief zou dienen te zijn. Daarmee bemoeilijkt zij indirect ook de thans beoogde vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht, wat –ook in de Nota- wordt voorgesteld als van andere aard en orde, te weten het domein van de rechtspersoon. Daardoor worden ons oogkleppen opgezet en ons het zicht ontnomen op wat voor ondernemers in de verschillende levensfasen van hun onderneming een volstrekt logisch gevolg van de vrijheid van ondernemings-*re*-organisatie wordt gezien: omzetting, vereenvoudigde inbreng, interne organisatiewijziging, fusie, splitsing, ontbinding. In het verband van de Unie gaat het hier niet minder over grensoverschrijdende reorganisaties. Door te doen alsof dit alles slechts bij kapitaalvennootschappen (rechtspersonen) aan de orde is of van belang zou zijn, wordt voorbijgegaan aan de werkelijkheid waarin fusies, overnames, splitsingen en omzettingen ook in de dienstensector aan de orde van de dag zijn. Men denke aan de vele concentraties en ontvechtingen (advocaten, notarissen, accountants zoals Arthur Andersen, et cetera).

Het wetsvoorstel neemt niet tot uitgangspunt de bevordering van bedrijvigheid, het aantrekkelijk maken van Nederland als vestigingsland voor die kennisintensieve bedrijven, noch ook –in meer algemene zin- de onderneming als zodanig (hier: de onderneming die onder “joint control” van de partners staat). Geen “Lissabon”-exercitie dus, maar veeleer een technisch-juridische voltooiing van het Nieuw Burgerlijk Wetboek, waarbij de klassieke handelsrechtelijke oriëntatie verder achter de horizon verdwijnt. “Facing the Challenge”?

Het wetsvoorstel houdt immers vast aan het door mij al vaak bestreden scherpe, maar kunstmatige en onzuivere onderscheid dat bij de invoering van het Nieuw BW is gemaakt door ondernemingsvormen met en zonder (formeel erkende) rechtspersoonlijkheid van hun gemeenschappelijke stam in het Wetboek van Koophandel los te rukken en onder te brengen in het rechtspersonenrecht van Boek 2 BW respectievelijk onder de bijzondere overeenkomsten in Boek 7 BW. Rechtspersonen zijn dan door de wet uitdrukkelijk erkende lichamen, wat conceptueel reminiscenties oproept aan de tijd dat wij dachten dat slechts de Staat andere dan natuurlijke personen als rechtssubject kon erkennen (concessie-stelsel, “staatliche Genehmigung”, Royal Charter, Koninklijke Bewilliging). Deze loskoppeling van het “handelsrechtelijke” kader had ook onder veel meer tot gevolg dat de zo even bedoelde moderne reorganisatieregelingen (van Boek 2) niet als vanzelfsprekend werden en nog steeds niet worden uitgebreid naar de personenvennootschappen.

Het lijkt ook de achtergrond te zijn waartegen de Nota niet wil weten van een Limited Liability Partnership, een personenvennootschap met beperkte aansprakelijkheid van haar vennoten. Het VK en de VS kennen die vorm wel en dat dreigt een ernstig competitie-nadeel op te leveren als Nederlandse maatschappen om die reden naar Engeland of de VS zouden willen verhuizen (wat in grotere samenwerkingsverbanden minder bezwaarlijk is dan op het eerste gezicht mag lijken). Terzijde zij hier gewezen op het belang dat deze elementen straks kunnen krijgen bij het overheidstoezicht (AFM) op accountantsorganisaties en financiële dienstverleners.

Zo komen wij bij de vereenvoudiging van de BV, waarvoor ik al zeer lang heb gepleit, omdat het mij steeds ongerijmd voorkwam die te behandelen als ware zij een “instituut” waarbinnen voor een contractueel gedachte samenwerking tussen en een “joint control” van de partners geen plaats zou zijn. Of wat de eenmans-BV betreft: waar een ondernemer om fiscale of sociale verzekeringsmotieven, ter beperking van aansprakelijkheid, het voorkomen van complicaties bij opvolging door een kind, of om andere redenen, zijn onderneming in onder heeft gebracht: dat het dan ongerijmd is die ondernemer als afstandelijke aandeelhouder (als had hij geen “full control” en als ware hij slechts een “derde”) te gaan behandelen. Het tij lijkt te keren en de rechtspraak van het Europese Hof van Justitie droeg daar bepaald aan bij: als Nederlanders voor hun onderneming een Engelse Limited kunnen kiezen en die in Nederland niet op grond van de Wet Formeel Buitenlandse Vennootschappen als “persona non grata” mag worden behandeld, moet niet slechts die wet worden herzien, maar is dat eindelijk ook reden om de BV te herijken. Het Rapport van de Expertgroep onder leiding van Prof. mr. H.J. de Kluiver stelt vele vereenvoudigingen en een flexibilisering van het BV-recht voor. Zo wordt voorgesteld het minimumkapitaal (thans nog Euro 18.000,-) en ook een aantal regels van kapitaal- en vermogensbescherming te schrappen. Tevens wordt terecht een verruiming voorgesteld voor partners in een BV om hun onderlinge regeling tot samenwerking gestalte te geven in de statuten c.q. regelingen die daartoe strekken ook te erkennen als zij afwijken van de wet: meer erkenning voor de vrijheid van interne organisatie derhalve.

Het verschil met de openbare vennootschap (al dan niet met rechtspersoonlijkheid) neemt daardoor sterk af. De BV met een kapitaal van één Euro mét beperkte aansprakelijkheid, komt langszij bij de CV met een beherend vennoot waarin de commandiet deelneemt met eenzelfde bedrag. Hier ligt een vereenvoudigde inbreng van een gehele eenmanszaak (of van de onderneming van een vof of CV) in een BV respectievelijk een juridische omzetting volstrekt binnen handbereik. Die elementen zouden in elk geval in het komende wetsvoorstel dienen te worden opgenomen, want in een brede herziening kan die samenhang niet worden genegeerd. Waarom dan niet een LLP? Of een LLC? En waarom brengen wij dan niet de wettelijke regeling voor alle ondernemingsvormen in één samenhangend geheel bijeen, zoals België kortelings deed? De verschillen tussen ondernemingsvormen worden minder dan thans bepaald door abstract-juridische concepten en erkend wordt dat het de vrijheid van ondernemers is te kiezen uit het menu van ondernemingsvormen, zodat omzetting ook niet langer kan worden aangemerkt als een "merkwaardige figuur". Waarom "verburgerrechtelijken" wij het ondernemingsrecht? Een starter moet aldus eenvoudig kunnen kiezen om zijn zaak om te zetten in een BV of als hij samen gaat werken in vof, CV of een BV die ook gestalte biedt aan contractuele samenwerking. Onze huidige wet is geobsedeerd door misbruikbestrijding en de bescherming van crediteuren, maar dat erkenning van de onderneming als afgescheiden vermogen primair het handelsverkeer beschermt door verhaalsvoorrang op het zakelijke vermogen, wordt miskend. Omgekeerd wordt beperking van aansprakelijkheid voor vennoten in een personenvennootschap, zoals in een Engelse LLP, strijdig geacht met –vooral de structuur– van ons recht. Voor de oplossing van geschillen tussen partners in een BV biedt het rapport weinig of geen aanknopingspunten. Van eenmanszaak naar BV, vof of CV: voor de ondernemer dan wel de samenwerkende partners blijft het gaan om zijn of hun zaak en daarbij om de keuze voor de meest in aanmerking komende rechtsvorm om zijn onderneming in continuïteit voort te zetten. Daarom dienen die onderwerpen ook als een geheel door de wetgever te worden behandeld. Dat noopt er toe het aanhangige wetsvoorstel personenvennootschapsrecht aan te houden en te integreren met de flexibilisering van het BV-recht en nadere regelingen voor de LLP en de eenmanszaak, waarbij ook de herziening van het faillissementsrecht nauw dient te worden betrokken nu immers juist daar keuzes dienen te worden gemaakt omtrent de verdeling van risico's. Daarvoor pleit ik (opnieuw) met klem.

Diezelfde ondernemer –denk aan Bill Gates die ooit in een garage begon– kan op een gegeven ogenblik de groei en innovatie van zijn onderneming niet meer zelf financieren en doet een beroep op de kapitaalmarkt: "he goes public". Hiermee komen we op het terrein dat de organisatoren van dit congres vooral voor ogen lijkt te hebben gestaan. Ook hier blijft voor mij het uitgangspunt de vrijheid van ondernemen en inrichting van de ondernemingsvorm. Onder de zondvloed van reguleringsinitiatieven lijkt dit uitgangspunt volledig weg te spoelen. Onopgemerkt lijken wij getuige van een wedergeboorte van een soort concessie-denken waarvan wij dachten dat we het ver achter ons hadden gelaten. Ik bedoel: dat de Staat zijn keurmerk, bij de Vereenigde Oost-Indische Compagnie heette dat "octrooi" en elders sprak men van "chartering" of "staatliche

Genehmigung”, dient te hechten aan de totstandkoming van een onderneming-rechts-persoon en ook na diens geboorte gedurig toezicht blijft houden op zijn gedragingen.

Een deel van de onwil tot een breder opgezette herziening lijkt, als gezegd, te schuilen in de voortdurende preoccupatie met misbruik en –niet te vergeten- de idee dat een proliferatie van meer en strengere wetgeving daadwerkelijk tot gevolg heeft dat daaraan een halt kan worden toegevoerd. Zo ontstond het “zware” BV-statuut, dat nu pas in de revisie gaat. Ik noem de onverplichte uitbreiding van de 2^e richtlijn van de NV naar de BV (zware regels inzake kapitaal- en vermogensbescherming), de door de EU in de 4^e en 7^e richtlijn opgelegde uitbreiding van de jaarrekenplicht (inrichting, wettelijke controle en openbaarmaking) van NV naar BV’s, de verlichting van de taak van de curatoren in faillissement door verscherping van bestuurdersaansprakelijkheid onder meer te binden aan de niet nakoming van die even bedoelde regels inzake kapitaal- en vermogensbescherming en jaarrekenplichten. De ketenaansprakelijkheid en verlichting van de positie van fiscus werden apart ingevoerd. De rechtspraak volgde en liet zich niet onbetuigd. Het lijkt een teken aan de wand dat Insolad, de vereniging van advocaten-curatoren, zelf haar leden maant zorgvuldigheid te betrachten bij aansprakelijkstelling van bestuurders. Vaak wordt gesteld dat insolventies veelal kunnen worden herleid tot “mismanagement”. Dat zegt weinig. Dat een ondernemer niet is geslaagd in zijn streven blijkt vanzelfsprekend reeds uit de insolventie *an sich*. Maar die aanduiding maakt niet duidelijk of ook sprake is van enige laakbare zelfbeoordeling of ernstig verwijtbaar misbruik. Dat heeft zich zonder enige twijfel menig maal in de praktijk voorgedaan en het zal ook in de toekomst niet anders worden, maar vele ondernemers die hun avontuur niet zagen slagen zijn zonder goede reden beschadigd door hen al te gemakkelijk aan de schandpaal te nagelen.

De Nota lijkt hier niet te willen leren uit de opgedane ervaringen. Niet Lissabon of de vrijheid van onderneming en ondernemerschap stelt hij centraal om pas daarna de vraag te behandelen welke redelijke waarborgen voor de belangen van derden gerechtvaardigd zijn. Opmerkelijk is dat de Nota de vernieuwing van het faillissementsrecht kennelijk niet ziet of wil zien als een (belangrijk) onderdeel van een modernisering van het ondernemingsrecht. Ontbreekt die samenhang naar het oordeel van de Minister? Is dit zo, dan lijkt het minder gerijmd dat de Nota wel met instemming noemt de in het De Kluiver-rapport voorgestelde, maar m.i. niet geheel doordachte verzwaring van bestuurdersaansprakelijkheid bij “ongerechtvaardigde” dividenduitkeringen.

Dat neemt niet weg dat het De Kluiver-rapport zeer belangrijke openingen biedt, zonder meer al door de zware regelingen van kapitaals- en vermogensbescherming ter discussie te stellen. Maar juist in samenhang met het voorgestelde personenvennootschapsrecht dient de discussie ten gronde te worden gevoerd en te worden verbreed. Bijvoorbeeld: waarom zou het verbod op inbreng van arbeid worden gehandhaafd als het kapitaal goeddeels zijn externe beschermingsfunctie verliest? Waarom zouden de zware administratieve lasten ter voldoening aan de 4^e en 7^e richtlijn (volledig) moeten worden gehandhaafd als ook die niet of slechts zeer ten dele die beschermingsfunctie blijken te vervullen? Waarom zouden wij niet optimaal gebruik maken van vrijstellings-

mogelijkheden? Of, nog belangrijker met het oog op Lissabon, ons niet in Brussel bejve-
ren voor een grondige herziening op communautair niveau?

Hierbij wil ik er met klem op wijzen dat het belang van die vragen zich niet beperkt tot de sfeer van het MKB en de dienstensector, maar direct en groot belang heeft voor de organisatie van grensoverschrijdende bedrijfsactiviteiten in de Unie. Anders dan in de VS blijkt het binnen de Unie om vele redenen nog niet goed mogelijk daarvoor het model te hanteren van één vennootschap met filialen (branches) in andere lidstaten. De praktijk blijft (vooral nog) gekenmerkt door een moedermaatschappij in een lidstaat met dochtermaatschappijen (van het BV-type) in andere lidstaten. Ook het SE Statuut brengt daarin geen verandering. Men denke hierbij slechts aan de fiscale aspecten. Zo lang dit niet anders is kan verlichting van lasten verbonden aan de keuze voor een "BV"-dochter worden verlicht door vermindering van de lasten van de 4^e en 7^e richtlijn.

Daarvoor lijkt nu ook ruimte te komen, omdat het belang van die richtlijnen voor *beursondernemingen* zeer sterk is afgenomen. Immers, de IAS Verordening introduceert in essentie een op het Amerikaanse systeem gelijkend disclosure-stelsel, dat los staat van de vennootschapsrechtelijke invalshoek van de 4^e en 7^e richtlijn.

Nu het waarschijnlijk nog wel even wachten is vooraleer die laatstbedoelde herzie-
ningen in Brussel tot stand komen, komt bij modernisering van ons ondernemingsrecht de vraag op de agenda of, ook vanuit dit gezichtspunt, niet een nieuwe rechtsvorm dient te worden gecreëerd die zich onttrekt aan de werkingsomvang van die richtlijnen: een Persoonsgebonden Vennootschap met Beperkte Aansprakelijkheid, die ook door één persoon kan worden gehouden. De Amerikaanse LLC biedt hiervoor een voorbeeld.

Waarom zou niet ook aan dergelijk lichaam het voorrecht van beperkte aansprake-
lijkheid voor de rechthebbende "vennoot" (partners) kunnen worden verbonden nu wij de "externe bescherming" die het huidige BV-statuut kenmerkt (goeddeels) loslaten? Verhaalsvoorrang voor crediteuren blijft bestaan, een afgescheiden vermogen a fortiori, zou niet een "wrongful trading"-actie –zoals ook gesuggereerd in het HLG rapport –al dan niet in samenhang met een herziening van de faillissementsaansprakelijkheid voor de hand liggen? Het zou de huidige, kunstmatige en ineffectieve regels obsoleet maken.

Zouden wij dan onze aandacht, net zoals ik bepleitte voor de eenmanszaak, niet meer moeten concentreren op het ontwerpen van adequate en voor de praktijk hoogst rele-
vante regels (van aanvullend, niet dwingend recht) voor de oplossing van interne geschillen en exit-regels en de wijze waarop opgebouwde goodwill in de waardering wordt betrokken (en, omgekeerd, ook leidt tot onthoudingsverplichtingen voor dege-
nen die die waarde bij "exit" hebben ontvangen)? Bij de inventarisatie van de daarvoor in aanmerking komende aspecten, dient uiteraard de casuïstiek die aan de Onder-
nemingskamer ter beoordeling werd voorgelegd, te worden betrokken.

De Nota, die, zoals wij zagen, niet de onderneming, maar de rechtsvormen daarvoor als vertrekpunt neemt en dan sterk de invalshoek kiest van de rechtspersonen in Boek 2, wijdt ook aandacht aan het gebruik van stichtingen. Opnieuw staat niet centraal de vraag hoe die een functie kan vervullen in de modernisering van het menu waaruit onder-
nemers kunnen kiezen voor de vormgeving van hun onderneming, maar vooral hoe mis-

bruik daarvan kan worden tegengegaan. Dat lijkt mij niet de goede invalshoek, althans niet voor een agenda die is gericht op modernisering van ons ondernemingsrecht.

De Nota bevat dan ook geen beschouwingen omtrent een mogelijk “business trust” of stichtingsachtige beheers- en bewindsverhoudingen met betrekking tot een onderneming. Meer onderzoek is nodig naar de behoeften van de praktijk. Bijzondere aandacht behoeft daarbij het gebruik van zodanige vormen in de bank- en financiële praktijk. Om nut en noodzaak van aanvullende regels te kunnen vaststellen, dient daarbij tegelijk te worden betrokken de vraag in hoeverre aan de zorg omtrent mogelijk misbruik al niet afdoende tegemoet wordt gekomen door het overheidstoezicht dat AFM, DNB en PVK (gaan) houden op de financiële sector. En ook hoe het gebruik van “special vehicles” onderworpen wordt aan strengere disclosure-eisen van de IAS Verordening.

1.6 Beursondernemingen tussen NV- en effectenrecht

Historie schrijven zonder afstand is moeilijk. Pas over enige tijd zal meer objectief kunnen worden geoordeeld over het “Enron”-tijdperk. Over de perverterende invloed die toepassing van economische concepten, als “bonding”, “alignment” en “market for corporate control” bleken te kunnen hebben op gedragingen van managers en toezichthouders. Over de wijze waarop ook merchant bankers, analisten, rating agencies, accountants, kortom de gehele securities industry, in enkele geruchtmakende gevallen hun fiduciaire plichten verzaakten en net als andere specimen van het menselijke ras ten prooi vielen aan hebzucht. Over de vraag hoe ook beleggers, groot en klein, het gezang van de Sirenen niet bleken te kunnen weerstaan en in kudde de goeroes volgden. En hoe zij in de consternatie van de uiteenspattende dotcom.zeepbel hun dans rond het Gouden Kalf wreed verstoord zagen, maar zich luidkeels beijverden de schuld bij anderen te zoeken. En hoe zeer velen –vaak van af de wal- meenden te weten hoe het anders moest en hoe slechts weinigen de moed hadden er op te wijzen dat meer een scherpere regels slechts zelden in staat zijn gebleken de natuur van de mens te veranderen. En hoe eeuwenoude en in onze continentale rechtscultuur ingeslepen normatieve beginselen als goede trouw en het handelen als “goed huisvader” zijn weggespoeld in een vloed van steeds fijnmaziger regelingen en toezicht. De geschiedenis zal oordelen.

Maar intussen lijkt onze “cruise control” op tilt en rijst de vraag: hoe verder? Zijn wij bezig met een strategie voor de vorige oorlog waarvan wij het verloop menen te kennen? Is het voldoende ons kompas te richten op het wat sleetse “herstel van vertrouwen” in de financiële markten en in de uitgevende instellingen die daarop een beroep doen? Hoe stellen wij temidden van een veelheid van geopolitieke, psychologische en vele andere relevante factoren die het alsmear doorkwakkelende beursklimaat beïnvloeden, vast welke (effectieve) rol overheidsregulering en –toezicht (kunnen) spelen? Maar ook de altijd terugkerende vraag: hoe ontwikkelt zich het vermogen van ondernemingen om aan de problemen van de tijd het hoofd te bieden en succesvol te blijven ondernemen? Toegespitst op ons onderwerp blijft van oudsher de kernvraag: beschermen wij beleggers door middel van het effectenrecht of het NV-recht? Opnieuw is er de noodzaak van ade-

quate “benchmarking” met de VS, nu niet in de eerste plaats met het oog op het competitieve Lissabon-doel, maar eenvoudigweg vanwege de evidente invloed en zelfs dominantie van de Amerikaanse financiële markten (en niet minder de regulering daarvan) op die in de Unie. Ik roep in herinnering dat zo’n veertig Nederlandse beursondernemingen –dat is dus ongeveer de hele top van Euronext– rechtstreeks onder de Amerikaanse effectenwetgeving vallen, daaronder de Sarbanes Oxley Act. Voor heel de Unie spreken wij over ongeveer driehonderd ondernemingen.

Nu ik elders en vaker heb gewezen op de verschillen die voortvloeien uit de historische ontwikkeling van het vennootschaps- en effectenrecht, zou ik hier zonder veel omhaal willen wijzen op een kenmerkend verschil tussen het stelsel van (lidstaten landen van) de Unie en van de Verenigde Staten. Juist vanwege de grote invloed van de Amerikaanse markten, gebruiken en regulering, is een goed begrip van die verschillen, zo meen ik, van kardinaal belang voor het onderscheid tussen fictie en werkelijkheid als het gaat om de mate van systeem-convergenties en daarmee (!) voor de vraag of en in hoeverre transplantatie van systeem-onderdelen door het ontvangende regelsysteem leidt tot afstotingsverschijnselen dan wel te enen male ongeschikt zijn om lichaams-onderdelen te vervangen of aan te vullen.

Zeer vereenvoudigd weergegeven wordt in de VS betrekkelijk helder en scherp onderscheiden tussen beurs- en effectenrecht aan de ene kant en vennootschapsrecht aan de andere kant. Het beurs- en effectenrecht is *federaal* recht, waarvan de kern wordt gevormd door de Securities Act (1933) en de Securities and Exchange Act (1934), zoals verscheiden malen gewijzigd, onder meer door de Williams Act (1968) omtrent openbare biedingen en recenter de Sarbanes Oxley Act (2002), alsmede de vele “rules” en “regulations” die op basis daarvan door de SEC op grond van delegatie zijn vastgesteld. Voorbijgaande aan de regulering van de “securities industry” als zodanig, concentreren die regels zich in hoofdzaak op “*fair and adequate disclosure*” door uitgevende instellingen, zowel bij “going public” (IPO) als, zolang effecten genoteerd en/of verhandeld worden, op “continuous disclosure”. De rechtsvorm van de uitgevende instelling doet in beginsel niet ter zake. Pogingen om ook langs de weg van het vennootschaps- en ondernemingsrecht “checks and balances” te ontwikkelen, zijn tot dusver niet succesvol gebleken, al heeft de Sarbanes Oxley Act enige doorwerking in het “bestuur” en de business controls van beursondernemingen. De SEC houdt toezicht op de naleving, heeft de bevoegdheid nadere regelingen te treffen en evenzeer tot het instellen van onderzoeken en het opleggen van maatregelen.

Vennootschapsrecht behoort krachtens de grondwet tot de bevoegdheid van de staten. In de competitiestrijd om het meest aantrekkelijke NV-recht ligt, als bekend, Delaware al geruime tijd aan kop. Verreweg de meeste beursondernemingen hebben er hun zetel, ook al hebben zij het centrum van hun activiteiten elders in de VS. Als in de Unie geleidelijk de belemmeringen voor een grensoverschrijdende brancheorganisatie zullen verdwijnen, zal dit patroon zich ook in de Unie kunnen ontwikkelen. Hier is van belang te constateren dat de wijze waarop en de mate waarin beleggers bescherming ontlenen aan het *vennootschapsrecht*, derhalve wordt bepaald door het zetelrecht van een

beursonderneming en daarmee dus ook onderdeel vormt van de “regulatory competition” van statelijke stelsels van vennootschapsrecht. Dat dit –ook in dit opzicht– niet heeft geleid tot een “race to the bottom”, is gebleken uit daarop gericht onderzoek.

Dit alles is niet nieuw, maar dat maakt het niet overbodig er opnieuw op te wijzen, zeker niet nu dat stelsel, als gezegd, ook invloed heeft op vele Nederlandse en Europese ondernemingen met “multiple listing (trading)”. Temeer ook nu onder invloed van de voortdurende dominantie van de US markt, regulering en handelspraktijken, geleidelijk en deels onopgemerkt een reeks van patronen wordt overgenomen zonder dat wij ons steeds en voldoende realiseren dat de omgeving waarin die werkzaam zijn ook bepalend zijn voor hun effectiviteit. Geconstateerd kan worden dat de onderworpenheid aan Amerikaanse effectenrecht voor niet-Amerikaanse ondernemingen niet leidt tot doorwerking in de interne inrichting van de onderneming (ook hier echter met de aantekening dat de Sarbanes Oxley Act weliswaar de integriteit van “disclosure” centraal blijft stellen, maar de middelen daartoe in enkele opzichten raken aan bestuurlijke elementen van de onderneming). Dat klinkt rijkelijk abstract en daarom geef ik enkele voorbeelden.

Maar eerst schets ik met verwijzing naar wat ik elders schreef, heel summier hoe anders de ontwikkeling in enkele lidstaten verliep. Mijn oogmerk is daarbij (zeer summier) te illustreren hoe uiteenlopend op verschillende tijdstippen en in verschillende jurisdicties op de centrale vraag (hoe en langs welke we te reageren op “corporate scandals”) is gereageerd.

Duitsland en Engeland illustreren hoe op verschillende wijzen en anders dan in de VS *langs de weg van het NV-recht* is gepoogd beleggers te beschermen. De Engelse Bubbles Act gaf na de dramatische zeepbel van 1720 een eenvoudig, maar verkeerd antwoord: de “NV” werd eenvoudigweg verboden om pas in 1840 terug te keren op het toneel. Duitsland poogde in het Aktiengesetz een sluitend systeem te geven voor de “Publikumsgesellschaft” met een eigen bestuurlijke inrichting, gekenmerkt door een zeer sterke bestuurszelfstandigheid, een verplichte Raad van Commissarissen en een aandeelhoudersvergadering met nauwkeurig omschreven bevoegdheden en verder ook met eigen jaarrekening en disclosure-regels en regels voor de controle binnen concerns. Het Aktiengesetz van 1965 heeft in de beginjaren van de Unie grote invloed gehad op het Europese harmonisatieprogramma. Nederland deed het tot 1970/71 met een zeer eenvoudig NV-recht en een door zelfregulering beheerst beurs- en effectenrecht. Zowel in Nederland als elders was het effectenrecht tot midden jaren ’80 van de vorige eeuw nauwelijks ontwikkeld. Om met Fukuyama en Geert Mak te spreken: wij leefden kennelijk in een high trust society. De opleving in de kapitaalmarkt, de groei van de securities industry, het ontstaan van “global markets” en de Amerikaanse invloed daarop, de Europese integratie vormen enkele achtergronden ter verklaring van de hoge vlucht die het effectenrecht nam in de laatste twee decennia, ook van het ontstaan van overheids-toezicht en het verdwijnen van zelfregulering van de Amsterdamse beurs.

Thans is het geheel van regels zeer sterk verdicht. Deels onder Europese invloed, deels ook autonoom is het effectenrecht uitgegroeid tot een dichtbegroeid oerwoud,

waar nog slechts weinigen zich een weg doorheen weten te banen. Overheidsbemoedienissen en –toezicht nam sterk toe. Men zou hebben kunnen verwachten dat daarmee een lijn is of werd ingezet die de weg volgt van de Amerikaanse regulering. Dat lijkt mij slechts deels het geval. Ik zal dit proberen te illustreren met enkele voorbeelden.

Opnieuw onderstreep ik het belang van de Lissabon-ambitie die onze agenda dient te bepalen. Het Europese en Nederlandse bedrijfsleven moet concurreren met de VS en in snel toenemende mate met emerging markets in het Verre Oosten. Onze Lissabon-ambitie is in 2010 de sterkste economie ter wereld te zijn en dat betekent dat wij in elk geval de VS voorbij gestreefd zouden moeten hebben. Ik meen dat wij dan de vraag moeten beantwoorden of dit ons niet leidt naar (a) federalisering van het Europese effectenrecht, (b) federalisering van het toezicht op de financiële markten om een werkelijke integratie te bereiken; maar ook (c) deregulering van het NV-recht, althans een vrije concurrentie tussen de lidstaten op het terrein van het NV-recht en een terugdraaien van obsoleete richtlijnen (of onderdelen daarvan), dit laatste wat mij betreft in directe verbinding met de vereenvoudiging van het BV- en personenvennootschapsrecht en ten slotte (d) een grondige herbezinning op de middelen tot handhaving. Ik stelde in het vooruitzicht enkele wat minder abstracte voorbeelden te geven. Daar kom ik nu aan toe.

De Berle & Means-idee van “separation of ownership from control”, die zich bij de VOC al begin 17^e eeuw manifesteerde en leidde tot het College van Hoofdparticipanten als “toezichthouders”, en de daarop voortbouwende “agency”- en transactiekosten-theorieën, conceptualiseerden een zeker wantrouwen jegens bestuurders en toezichthouders (“moral hazard”). Berle en Means werden deels op hun wenken bediend met de ’33 en ’34 Act. In de praktijk bleven niettemin sterke Boards met dito CEO’s, vaak tevens Chairman, CFO’s en andere officers grote en succesrijke ondernemingen kenmerken. Het Amerikaanse NV-recht bleef daartoe ruimte bieden (ook thans nog) terwijl het (federaal) effectenrecht daarop geen invloed neemt, ook (in essentie) niet de Sarbanes Oxley Act. Het “agency”-probleem wordt, zeker niet dwingend in een bepaalde richting “opgelost” door (federaal) vennootschapsrecht.

Dat neemt echter niet weg dat impulsen vanuit de economische wetenschap en de rechtseconomie er, tezamen met een groeiend “shareholder’s activism” van pensioenfondsen en institutionele beleggers (met hun “exit or voice”-dilemma), hebben geleid tot het zoeken naar middelen om de belangentegenstelling tussen management en beleggers te verminderen of weg te nemen. “Monitoring” is daartoe een mogelijk kostbaar, maar niettemin belangrijk middel, dat vooral effectief kan zijn indien die wordt uitgevoerd door beleggers met een feitelijk of potentieel belangrijke invloed in de onderneming (grote aandeelhouders, banken, pensioenfondsen). Als nadeel wordt genoemd dat de kosten niet mede worden gedragen door andere beleggers hoewel die daarvan wel de vruchten plukken (free riding). Dat “alignment” door middel van toekenning van resultaatsafhankelijke bonussen en stock opties andere “moral hazards” in het leven roept en “shortism” in de hand kan werken, is gebleken. Dat de “market for corporate control” een “level playing field” veronderstelt en (vijandige) overnames wel een snelle exit bieden aan beleggers in de doelvennootschap, maar niet steeds tot een succesvolle

integratie leidt en soms zelf verleiden tot het opleuken van de boeken, is na de gebeurtenissen van de afgelopen jaren bijna een *understatement*.

Opvallenderwijs toont het Europese vennootschapsrecht een andere ontwikkeling. Het Aktiengesetz codificeerde een “centralised management” met verplichte Aufsichtsrat (1937/1965) in een “employee oriented” stelsel. Het eerste deed ook onze Hoge Raad in het Forumbankarrest (1955) en de wetgever volgde, wat het tweede betreft, met de Structuurwet (1970), die de aandeelhoudersvergadering “onttroonde”. Zelfs BV’s gingen wij “institutioneel” beschouwen en daar hebben wij, zoals wij zagen, nog steeds last van. Maar dat is verleden tijd en dat geldt ook voor onze Structuurwet die sinds 1 oktober 2004 is vervangen door een nieuwe regeling waarin weliswaar de praktijk van de OR-invloed op de samenstelling van de Raad van Commissarissen is gecodificeerd, maar ook de uiteindelijke suprematie van de aandeelhoudersvergadering in ere is hersteld.

Lange tijd was die institutionele opvatting ook de insteek van de Vijfde richtlijn en het Statuut voor de Europese NV. De eerste is een stille dood gestorven, al lijkt zich –zoals we aanstonds zullen zien– een zekere wederopstanding te voltrekken. Het SE Statuut gaat nog wel vergezeld van een gecompliceerde richtlijn over medezeggenschap van werknemers. Voor het overige sluit het Statuut aan bij het nationale NV-recht van het land waar de SE haar statutaire (en vooralsnog ook haar werkelijke) zetel kiest. Van belang is echter wel dat het Statuut de lidstaten gebiedt een SE op haar grondgebied de keuze te bieden tussen een “one tier” of een “two tier”-stelsel. Het is op zich een neutrale regel, maar een die niet zonder betekenis is voor landen die slechts of het ene of het andere stelsel hebben.

Hoewel spelend tegen een andere achtergrond, hebben zich –onder invloed van de Amerikaanse en Engelse markt– soortgelijke ontwikkelingen voorgedaan als zo even heel summier aangeduid voor de VS: een snel groeiend aandeelhouders-activisme, alignmentvoorzieningen en zo meer. De ontwikkeling van corporate governance codes en de groeiende aandacht voor het uitbreiden van rechten van aandeelhouders en het activeren van beleggers moet tegen die achtergrond worden geplaatst. Maar de uit- en doorwerking daarvan lijkt bepaald te verschillen van de Verenigde Staten. Althans lijkt het er op dat de “Lissabon-benchmark” niet voldoende scherp wordt onderzocht en geanalyseerd. Dat blijkt op verschillende onderdelen, ook bij lezing van de Nota Modernisering Ondernemingsrecht.

Wat “accounting” en “disclosure” betreft zien wij dat het Europese disclosure-stelsel in snel tempo is opgeschoven naar het Amerikaanse stelsel, maar dat de gevolgen daarvan voor de vennootschappelijke rekening en verantwoording (“accounting”) vooralsnog geen of slechts geringe aandacht krijgen.

“Full and fair disclosure” die er op is gericht beleggers en de markt te voorzien van betrouwbare en actuele informatie omtrent uitgevende instellingen, is het leidende beginsel in het Amerikaanse effectenrecht. Annual Accounts worden opgemaakt als disclosure documents, ondertekend door CEO en CFO, bekendgemaakt en gedeponerd bij de SEC. De SEC houdt toezicht op de inhoud en pleegt eens in de drie jaar een review. De Sarbanes Oxley Act scherpt de waarborgen voor een integer disclosure-proces

aan door een certification zijdens de CEO en de CFO te verlangen, onder meer inhoudend een verklaring omtrent de betrouwbaarheid van de business controls. Het Audit Committee van de Board krijgt meer taken en bevoegdheden bij het toezicht daarop en op het controleproces van de externe accountant, niet het minst om te voorkomen dat diens onafhankelijkheid wordt aangetast door afname van andere diensten. De sancties zijn aangescherpt. Anderszins brengt de Sarbanes Oxley Act geen wijziging in de interne organisatie van een Amerikaanse beurs-NV, ook niet wat de rechten van beleggers-aandeelhouders betreft. Die blijven zich richten naar het vennootschapsrecht van de staat waarin de onderneming haar zetel heeft.

In ons stelsel, dat is gebaseerd op de 4^e en 7^e richtlijn, is de jaarrekening in de eerste plaats het juridisch document waarin bestuur en RvC rekening en verantwoording doen aan de AvA en dat vervolgens door de AvA dient te worden vastgesteld, waardoor tevens de winst wordt vastgesteld en de NV krachtens AvA-besluit tot dividenduitkering kan overgaan. Met nadruk zij er op gewezen dat een dergelijke “vennootschappelijke” vaststelling in het Amerikaanse stelsel in het geheel niet plaats vindt en dat de Board in beginsel te allen tijde bevoegd is zelf dividend uit te keren. Strekte in ons eigen stelsel vaststelling van de jaarrekening tot voor kort tevens tot décharge van bestuurders en commissarissen, thans moet daarover afzonderlijk –en dan nog afzonderlijk voor bestuur en RvC- worden beraadslaagd en besloten. (In de VS is décharge niet op die wijze in de AvA aan de orde).

Ook in ons stelsel dient de jaarrekening *krachtens het effectenrecht* er toe ook de markt en de beleggers te informeren. Anders dan in de VS is het hier echter in formele zin de *ontwerp*-jaarrekening die wordt gepubliceerd en die in de regel pas vele weken later in de AvA wordt behandeld. Alsdan heeft de markt intussen al lang gereageerd op de bekend gemaakte cijfers. De IAS Verordening leidt in dit opzicht voor de Unie echter tot een fundamentele koerswijziging. De Verordening unificeert, let wel: uitsluitend voor *beurs*-ondernemingen –net als US GAAP doet voor Amerikaanse beursbedrijven- de inhoud van hun *geconsolideerde* jaarrekening als *effectenrechtelijk* disclosure-document. De effectenrechtelijke plicht tot openbaarmaking berust thans immers op de Europese Richtlijn Continuous disclosure en deels ook op de Richtlijn Marktmissbruik. Op de IAS-jaarrekening en andere disclosure-documenten van beurs-ondernemingen zal, zo is aangekondigd, in Nederland de AFM overheidstoezicht gaan houden, net zo als de SEC dat doet voor disclosure-documenten van Amerikaanse bedrijven.

Deze koerswijziging noopt m.i. tot herbezinning op de vennootschappelijke aspecten van de jaarrekening. Vergelijking met de VS legt de vinger op enkele evidente vraagpunten. De IAS-jaarrekening heeft als zodanig niet het karakter van een ontwerp, maar veeleer van een definitief disclosure-document. De ondertekening geschiedt thans door alle bestuurders en alle commissarissen, die daarmee gezamenlijk ook verantwoordelijk zijn voor de inhoud. Voor Amerikaanse disclosure-documenten geldt de verzwaarde “certification” van de CEO en CFO. Onderdeel daarvan vormt ook een wettelijk voorgeschreven niet-cijfermatige “Management Description & Analysis”. In ons stelsel is de samenhang tussen jaarrekening en bestuursverslag “losser”. Het verslag wordt, hoe

belangrijk ook, niet vastgesteld door de AvA (en hetzelfde geldt onder de Code Tabaksblat voor het RvC-verslag). Maar, opnieuw, het blijft onderdeel van de IAS-jaarrekening nieuwe stijl en tendeeft daardoor naar de Amerikaanse MD&A. Ook de accountantsverklaring gaat nu betrekking hebben op een “finaal” disclosure-document en hetzelfde geldt voor het komende overheidstoezicht door de AFM.

Het stelsel moet opnieuw worden doorgemeten en verscheidene regels lijken toe aan herijking. De regeling omtrent “gebeurtenissen na balansdatum” (art. 2:391 lid 1 onder g) strekt tot actualisering van een nog door de AvA vast te stellen jaarrekening, maar zij lijkt achterhaald door de op zichzelf staande effectenrechtelijke verplichting, thans berustend op de Transparantierichtlijn, tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Ook actualisering van de accountantsverklaring naar het tijdstip van de AvA waarin de jaarrekening aan de orde is, komt dan in een ander licht te staan.

In het vigerende stelsel staat de winst pas vast na vaststelling van de jaarrekening, hoewel de eerdere bekendmaking daarvan in de IAS-jaarrekening dan al geruime tijd in de koers van het betrokken aandeel is verwerkt. En ook uitkeringen uit die aldus vastgestelde winst kunnen pas worden gedaan na vaststelling van niet de IAS-jaarrekening, maar van de (in de VS in die vorm onbekende) enkelvoudige jaarrekening van de vennootschap, waaruit in samenhang met de op de 2^e richtlijn berustende kapitaal- en vermogensrechten moet blijken óf en in hoeverre de vennootschap wel dividend kan en mag uitkeren (zelfs indien de IAS-jaarrekening een duidelijke winst laat zien). In de VS ontbreekt die verbondenheid en tussentijdse betaling van dividenden is een bevoegdheid van de Board. Ook inkoop van eigen aandelen is om die reden eenvoudiger. Past, zo moeten wij ons afvragen, de even bedoelde koppeling nog wel in het nieuwe Europese stelsel? Zouden wij, als wij opnieuw konden beginnen de 2^e, 4^e en 7^e richtlijn weer op dezelfde wijze inrichten? Vragen, dunkt mij, voor de Europese beleidsagenda, waaromtrent ook Nederland zich een eigen oordeel moet vormen en zonodig zelf het initiatief moet nemen om deze op de agenda van Unie te (doen) plaatsen.

Handhaving wordt nog immer aan de lidstaten zelf overgelaten. Wij kennen nog de procedure tot correctie van de jaarrekening, die nu het sluitstuk gaat vormen van het AFM-toezicht. Nog afgezien van de vraag of dit voor dat doel de meest voor de hand liggende procedure is, rijst de vraag of die actie, gelet op de bedoelde stelselwijzigingen, in de toekomst ook nog door “iedere belanghebbende” moet kunnen worden ingesteld. Onder welke omstandigheden is een vordering tot vernietiging van de jaarrekening nog zinvol en toegestaan? De wet legt thans een sterke koppeling tussen aansprakelijkheid en (verzuim van) plichten met betrekking tot de jaarrekening (zie bijv. art. 2:138 BW). Moet in het nieuwe stelsel niet nauwer worden aangehaakt bij het effectenrechtelijke karakter van de IAS-richtlijn en moet dan het accent niet verschuiven naar “securities fraud”? Dat dan ook décharge in een duidelijk ander licht komt te staan, lijkt wel voor zich te spreken. Het brengt mij naar mijn volgende punt.

Van “two tier” naar “one tier”?! Voltrokken de post-Enron aanpassingen in de VS zich vrijwel uitsluitend in de sfeer van het effectenrechtelijke disclosure-stelsel en lieten die de interne organisatie van beurs-NV's vrijwel ongemoeid, in de Unie en niet het minst

ook in Nederland, zien wij, zoals zojuist besproken, enerzijds de introductie van een op het Amerikaanse stelsel gelijkend disclosure-systeem, maar *tegelijk en in aanvulling daarop* ook een sterke nadruk op de inrichting van en machtsverdeling binnen beurs-NV's. De verklaring daarvoor is dat de vele Codes in de Unie niet slechts zijn gericht op herstel van vertrouwen in de financiële markten en van beleggers in die markten, maar ook op het herwinnen van vertrouwen in de integriteit van het ondernemingsbestuur en het toezicht daarop. Dat leidt tot een duidelijk verschillende reguleringsperspectief.

Die dubbele doelstelling leidt tot principes en regels van onder overheidsdruk tot stand komende maar veelal als “zelfregulering” aangeduide codes, die de interne organisatie van de vennootschap in de kern raken. Bijgevolg doen die vele vragen rijzen over hun betekenis in het klassieke vennootschapsrecht. Zij tenderen ernaar daarin dan ook, deels expliciet deels bij implicatie, belangrijke veranderingen aan te brengen. Hier ga ik niet in op de vragen die dit oproept met betrekking tot de totstandkoming van “bindende” regels en de problemen die rijzen omtrent de handhaving daarvan. Daarop kom ik nog terug.

Hier pleit ik voor een bezinning op het voor beursondernemingen vigerende bestuurlijke en toezichthoudende model. Ik stel voorop dat de omvang en intensiteit van de toezichthoudende en adviserende taken van commissarissen of, neutraler: toezichthouders, mede onder invloed van de zich wijzigende opvattingen omtrent corporate governance, zodanig zijn toegenomen dat de tot dusver heersende opvatting dat zij niet “mede-besturen” door de werkelijkheid achterhaald lijkt. Die ontwikkelingen leiden tot een opschuiven in de richting van een one tier Board. Dat roept nieuwe vragen op.

Beurs-NV's zijn niet verplicht tot het instellen van een RvC. Zij kunnen een monistische bestuursstructuur kiezen en enkele ondernemingen deden dat ook, zoals Fortis, Unilever en –op andere wijze– straks ook Royal Dutch Shell plc. Slechts weinige beurs-NV's zijn aan de structuurregeling onderworpen. Toch hebben die ook zonder wettelijke verplichting van oudsher een RvC en daarmee een formele scheiding tussen bestuur en toezicht. Verschillende factoren hebben die formele scheiding uitgehold. Stonden commissarissen als “umpires” tussen de brede kring van stakeholders en het bestuur, de veel actievere opstelling van beleggers leidt er toe dat commissarissen samen met het bestuur tegenover de aandeelhouders-beleggers komen te staan en door die beleggers gezamenlijk jegens hen verantwoordelijk worden gehouden voor het beleid en de prestaties van de onderneming. Dat de eisen die door corporate governance codes en de Sarbanes Oxley Act worden gesteld aan de formele onafhankelijkheid van toezichthouders en leden van het Audit Committee in onze eigen Code ook worden toegepast op commissarissen, lijkt de afstand tussen bestuur en RvC te versterken, maar de verschuiving in taken, bevoegdheden en de wijze van opereren, wijst een andere kant uit. De uitbreiding en het actievere gebruik van aandeelhoudersrechten vergroot de afstand van AvA tegenover het bestuur en RvC en duwt deze verder in de richting van een “one tier board”. Ik verwijs ook naar wat ik hierboven opmerkte over het verslag van bestuur en RvC bij de jaarrekening en de vergelijking met de Management Discussion & Analysis in het Amerikaanse “report to shareholders” (Form 10K of voor buitenlandse ondernemingen: 20F).

Gelet op de convergerende invloed van goeddeels uit de VS en het VK overgewaaide corporate governance regels, verbaast dit niet, nu die juist voor “one tier boards” zijn ontwikkeld. Dat non executive directors in een one tier board meer afstand nemen van de “executives”, is met die constatering niet in strijd en illustreert veeleer een zekere convergentie tussen de twee stelsels. Dat “onafhankelijkheid” van toezichthouders reeds in gevaar zou komen doordat die tezamen met de “executives” tot een en dezelfde Board, wordt hierdoor echter gelogenstraft. Op zich genomen meen ik dat er, vooral gelet op de sterk internationale gerichtheid van Nederlandse beursondernemingen en de veel voorkomende “multiple listing”, veel voor te zeggen valt wat hun Board-structuur betreft aansluiting te zoeken bij wat in verreweg het grootste deel van de wereld gebruikelijk is. Daarmee is op zich nog niets gezegd over enige wijziging in de machtsverdeling binnen beurs-NV's wat aandeelhouders betreft. Daar kom ik op terug.

Voor een Nederlandse SE wordt een one tier-board mogelijk, maar een nadere uitwerking geeft het daartoe strekkende wetsvoorstel niet. De Nota Herziening Ondernemingsrecht sluit hierbij aan. De Minister overweegt (a) verplichtstelling van “toezicht” voor ondernemingen “met een zekere maatschappelijke importantie”, waaronder beursondernemingen en (b) met een “one tier”-model met non executive directors als alternatief. Voor beurs-NV's biedt het eerste weinig nieuws, het tweede bevestigt wat reeds mogelijk is, maar indien wij denken aan een verplichting (zie a), dan is nadere overdenking van de gevolgen vereist, niet het minst van de gevolgen voor verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van toezichthoudende leden van de Board, hun bevoegdheden en verantwoordelijkheden. De vergaande betrokkenheid van de toezichthouders bij de vaststelling van de strategie en een reeks van kernbeslissingen die de Code Tabaksblat bewerkstelligt, leidt in haar gevolg reeds thans tot mede-besturen. Voor de vervulling van die taken zijn de betrokkenen jegens de vennootschap (intern) aansprakelijk. Maar er lijkt zich een tendens af te tekenen naar uitbreiding tot externe aansprakelijkheid door vervaging van het onderscheid tussen normen van interne en externe aard. Toezichthouders kunnen zich naar het lijkt niet (meer) verweren met de stelling dat zij slechts intern toezicht behoeven te houden, nu van hen een (*pro*)-actief toezicht met een actief gebruik van recht op informatie en indien nodig een actief ingrijpen door schorsing of ontslag van bestuurders. De rechtspraak geeft voorbeelden dat verzuim van “interne” zorgplichten kan leiden tot externe aansprakelijkheid: niet jegens de NV maar ook tegenover haar schuldeisers (SOBI/Hurks II). Aannemelijk is dat zal worden beproefd ook verzuim van interne regels voor toezicht ten grondslag te leggen aan een externe aansprakelijkheidsactie. Daarbij valt hier in het bijzonder te denken aan de beginselen en regels van de Code, want hoewel de status en afdwingbaarheid daarvan onduidelijk moge zijn, lijkt verzuim daarvan in een *enquête*-procedure te kunnen leiden tot vaststelling van “wanbeleid van de rechtspersoon”. En dat het hier gaat om een andere norm dan “onbehoorlijk bestuur/toezicht”, verhindert een eiser niet om minst genomen het vastgestelde feitensubstraat te hanteren in een aansprakelijkheidsprocedure. Voor de ontwikkeling op langere termijn en met het oog op de vele veranderingen zowel van normen en de herbezinning op een evenwichtig stelsel van handhavings-

mechanismen, dient te worden beseft dat een enquêteprocedure ook voor die doeleinden kan worden gebruikt als een ondersteunend feitenonderzoek (“fishing expedition”), ook door buitenlandse eisers en hun advocaten.

Aandacht behoeft ook in dit verband ook het in de Nota aangekondigde onderzoek naar de wenselijkheid van een bestuursverbod. Eerder wees ik op de reputatieschade die een in enquête vastgesteld wanbeleid heeft met het mogelijke gevolg van (feitelijke) disqualificatie voor de vervulling van toezicht- of bestuursfuncties bij andere ondernemingen. Zij het dat die “straf” wordt opgelegd zonder een daarbij passende rechtsbescherming. Het kan de bereidheid tot aanvaarding van zo’n functie verminderen en daarmee de kring van kandidaten ook beperken.

Voor de lange termijn beleidsagenda is van groot belang –en zo kom ik ook terug op wat ik eerder opmerkte voor de ontwikkeling van bedrijvigheid in de sfeer van het midden- en kleinbedrijf- dat een juiste maatvoering moet worden ontwikkeld en gekozen om te voorkomen dat “risk aversion” leidt tot (versterking van) formalisering en juridisering van bestuurs- en toezichtsprocessen die het daadwerkelijke “ondernemen” dreigen te verstikken.

Het valt in dit verband op dat de Nota sterk de geest ademt van “bestrijding van misbruik”, weinig aandacht besteedt aan de zich zonder meer reeds aftekenende cumulatie van eigen, EU- en internationale normen, overheidstoezicht, toepassing van het enquête-recht en acties strekkende tot persoonlijke aansprakelijkheid in en buiten faillissement (en intern/extern). Nu décharge verder afbrokkelt, dient de wetgever zich uit te spreken –en wat mij betreft in positieve zin- over alternatieve mogelijkheden zoals het door sommige ondernemingen al ingevoerde vrijwarings- en verzekeringssysteem. In de VS zijn die uitgebreid geregeld en wel met de ratio dat aldus “risk aversion” wordt bestreden.

Bij deze heroriëntatie dient niet in de laatste plaats de stelselwijziging te worden betrokken waarover ik hierboven sprak: van (vennootschappelijke) “accounting” (rekening en verantwoording) naar (effectenrechtelijke en marktgerichte) “disclosure”.

Zo zagen wij in deze paragraaf dat de invloed die het corporate governance debat heeft op de positie van bestuurders en commissarissen, noodzakelijk leidt tot de essentie van het normen-, sanctie- en handavingsstelsel met betrekking tot behoorlijk bestuur en toezicht, waarvoor een evenwichtig stelsel dient te worden ontworpen dat niet leidt tot formalisering en juridisering van ondernemingsbeleid en –beslissingen als dekmantel voor “risk aversion”.

“Shareholders democracy” als richtpunt voor hervorming? Voor de inrichting van de beleidsagenda, zowel die voor de ontwikkeling van het eigen recht als van de beleidsbepaling voor de agenda van de Unie, is de bepaling van het perspectief van groot gewicht. In het Europese debat valt op dat, anders dan in de VS, veel waarde en belang wordt gehecht en veel heil wordt verwacht van uitbreiding van de formele rechten van aandeelhouders en de AvA, hoewel ook hier aandeelhoudersvergaderingen tot dusver werden gekenmerkt door absentisme en de AvA in het algemeen toch niet het meest geschikte forum en middel is om op effectieve wijze “toezicht” en monitoring uit te oefenen, laat staan beleid te vormen en uit te voeren.

Het lijkt intussen nauwelijks voor bestrijding vatbaar dat zich ook in de Unie een verschuiving heeft gemanifesteerd van “employee”- en “state oriented” naar een “shareholder oriented” model, in elk geval voor *beursondernemingen*. Alleen al de snelle opkomst en uitbreiding van het effectenrecht illustreren het toegenomen belang dat de Europese en nationale regelgevers hechten aan een goed functionerende markt en een deugdelijke bescherming van beleggers in die markt. Dat de structuur van de kapitaalmarkten in de lidstaten niettemin opvallende en vanuit een “monitoring”-perspectief ten opzichte van elkaar en niet minder bij vergelijking met de VS, ook belangrijke verschillen blijven vertonen, is bekend maar lijkt niettemin regelmatig uit het oog te worden verloren. Die verschillen zijn vaak onderzocht en uitvoerig beschreven. Zo verschilt de Duitse markt met zijn nog steeds geconcentreerde invloed van banken en financiële instellingen op beursondernemingen en de daarmee samenhangende door hen uitgeoefende “monitoring” op die bedrijven sterk van de Engelse met zijn “dispersed ownership” en op weer andere wijze met Scandinavische en Zuid-Europese markten met niet zelden grote privé- of familiebelangen in beursondernemingen. In Nederland en Engeland worden grote belangen gehouden door pensioenfondsen en institutionele beleggers. Zo komen wij opnieuw terug bij de vraag die ik hierboven stelde: dient het belang van betrouwbare markten en beleggersbescherming te worden gediend langs de weg van het effecten- of van het vennootschapsrecht? Anders dan de VS kiest de Unie er kennelijk voor beide wegen te bewandelen.

Dat blijkt bij nadere beschouwing reeds bij inventarisatie van de bestaande richtlijnen die –anders dan in de VS- een reeks onderwerpen tot de bevoegdheid van de AvA hebben gemaakt (uitgifte van aandelen, passering voorkeursrecht, inkoop eigen aandelen, juridische fusie, splitsing, benoeming accountant). Buiten dit kader vertonen AvA-agenda’s op grond van het eigen recht of de corporate governance codes, een reeks andere onderwerpen: vaststelling van de jaarrekening, bespreking van het bestuursverslag, vaststelling winst, uitkering dividend, décharge van bestuurders (en nu afzonderlijk) van commissarissen, benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen, vaststelling bezoldigingsbeleid, goedkeuring ingrijpende wijzigingen als bedoeld in art. 2:107a, vaststelling record date en uiteraard in voorkomende gevallen statutenwijziging en ontbinding. Houden wij ook hier de “Lissabon-benchmark” voor ogen dan valt op dat de bevoegdhedencatalogus niet onbelangrijk afwijkt van die van een Amerikaanse beursonderneming, zulks met de daaraan verbonden gevolgen voor de agenda van een aandeelhoudersvergadering. Dáár ligt de nadruk op benoeming en ontslag van Boardleden.

Die formele AvA-bevoegdheden geven het kader voor de mate van zeggenschap en “control” die aandeelhouders-beleggers als collectiviteit kunnen uitoefenen. Het spreekt dan wel voor zich dat de effectiviteit van de daaraan verbonden mogelijkheden voor beleggers om “toezicht” te houden, afhangt van de feitelijke spreiding van het aandelenbezit en de snelheid waarmee die door koop en verkoop wijziging ondergaat. “Blockholders” beschikken veelal over andere mogelijkheden om toezicht uit te oefenen dan gebruik van hun stemrecht in een vergadering, zoals tussentijdse gesprekken met de

ondernemingsleiding of het voordragen van toezichthouders. Opvallend is in dit verband dat het Engelse Higgs Rapport (kandidaat)-Boardleden aanspoort tot gesprekken met grote institutionele beleggers om zich dusdoende te informeren over hun zienswijze.

De vergaderingen van aandeelhouders in ondernemingen met gespreid aandelenbezit worden nog steeds gekenmerkt door een groot absentisme. Uitbreiding van aandeelhoudersrechten leidt dan niet per se tot versterking van het "toezicht" door beleggers. Het is de reden dat van verschillende zijden wordt gepleit voor een actievere opstelling van beleggers en zelfs voor een plicht tot stemmen, iets wat wij in onze Nederlandse democratie al geruime tijd geleden hebben afgeschaft. Voor institutionele beleggers en pensioenfondsen gaat het niet slechts om de rendementsbepaling van de kosten van het actief volgen van fondsen waarin wordt belegd met het oog stemuitbrenging, maar ook om het risico dat blokkering van hun aandelen gedurende de periode tussen aanmelding en AvA meebrengt. (Er zal maar een "9/11" tussen liggen!) Dit probleem is/wordt deels opgelost door de "record date"-techniek. Voor kleine beleggers zijn het vooral feitelijke en technische belemmeringen die een bezoek in persoon of bij volmacht bemoeilijken of verhinderen. Vandaar de vele pleidooien voor vereenvoudiging van stemmen op afstand en elektronisch stemmen. Ook de Nota spreekt daarover en sluit daarmee aan op de Aanbevelingen bij de Code Tabaksblad en de recente consultatienota van de Europese Commissie "Fostering shareholders' rights".

Opvallend is het gebrek aan vergelijking met het Amerikaanse stelsel van proxy solicitation, dat niet in de sfeer van het NV- maar opnieuw weer in de sfeer van het effectenrecht wordt geregeld en wel met daarbij passende strenge disclosure-eisen. Als ook in de Unie het einddoel mocht zijn een ware "proxy fight" mogelijk te maken, dan verdient die vergelijking meer aandacht dan daaraan tot dusver is besteed. Daartoe is ook reden nu Europese agenda's langer zijn, meer onderwerpen bevatten, de betekenis van besluiten in het nationale vennootschapsrecht niet overal dezelfde is, de aantasting van besluiten en de rechtsgevolgen daarvan verschillen en daarmee het gevaar allerminst denkbeeldig is dat een volmachtgever ja/nee invult zonder (volledig) begrip van wat dat inhoudt. Als in een Nederlandse AvA door gemachtigden van US-beleggers zelfs tegen vaststelling van een record date wordt gestemd (wat gebeurt) dan illustreert dat mijn punt.

De door de Europese Commissie meermalen beleden idee van "shareholders' democracy" is naar mijn oordeel niet een gelukkig gekozen "Leitmotiv". Welk beeld van democratie stelt men zich voor ogen, dat van Hobbes, Rousseau, Kant, Marx, De Tocqueville of een van de andere grote Europese denkers over dit onderwerp? Of kijkend naar concrete modellen van staatsinrichting: het Amerikaanse, Spaanse, Nederlandse, Japanse, Zuid-Afrikaanse, Duitse, Poolse of Griekse model? Wie is stemgerechtigd? Ook immigranten? Hier: ook day traders? Of slechts zij die bewezen voor langere tijd hun investering te willen c.q. te hebben aangehouden (zoals in Frankrijk wordt beloond). Kortom, door het gebruik van de term democratie wordt wat mij betreft de discussie geromantiseerd en vertroebeld. Onder de banier van "democratie" kan, zoals de geschiedenis leert,

vrijwel elke constitutie worden verdedigd en ook het verschil tussen een “high” en “low trust society” worden uitgelegd. En als wij de druk op institutionele beleggers en pensioenfondsen met enige afstand proberen te doorschouwen, rijst de vraag of wij in strijd met hun fiduciaire positie bouwen aan soort eigen “keiretsu”. Het lijkt mij een vraag om wat langer over na te denken.

1.7 Wetgeving, overheidstoezicht en rechtspraak

Een van de belangrijkste vragen bij de opstelling van de beleidsagenda voor de toekomst van ons ondernemingsrecht is de vraag hoe en met welke middelen dit kan en moet worden vernieuwd. Daaraan gaat vooraf de vraag welke rol de wetgever, de overheid, de betrokkenen zelf en de rechter daarbij (dienen te) spelen. Voor de hier aan de orde zijnde onderwerpen moet die vraag tevens in een internationaal en Unie-perspectief worden geplaatst.

Het vertrekpunt voor de beantwoording van die vragen dient m.i. te zijn de ook door het ontwerp voor een Europese Grondwet gewaarborgde vrijheid van ondernemerschap en van eigendom. De Lissabon-ambitie geeft aan die grondwettelijke vrijheid een actieve dimensie: de Unie en de lidstaten hebben zich verbonden om ter bereiking daarvan ook daadwerkelijk inhoud te geven aan die vrijheden. Met vooralsnog sterk uiteenlopende stelsels van burgerlijk en handelsrecht, verwevenheid met fiscaal en sociaal verzekeringsrechtelijke en arbeidsrechtelijke regelingen en gelet ook op het relatief geringe communautaire belang bij gebreke van veel grensoverschrijdend verkeer, is bevordering van ondernemerschap voor eenmansbedrijven en het MKB primair een taak voor de lidstaten zelf.

Wat Nederland betreft dient daarbij niet, zoals geschiedde met de herziening van het personenvennootschapsrecht, de “technische” voltooiing van het NBW voorop te worden gesteld, maar de vraag hoe het ondernemingsrecht kan bijdragen aan bevordering van ondernemerschap, aan de totstandkoming en instandhouding van ondernemingen en niet het minst ook hoe het kan voorzien in een flexibel, goedkoop en eenvoudig reorganisatie-instrumentarium als hierboven besproken. Wat al dan niet als regelend recht regeling behoeft dient in nauw overleg met de betrokkenen belangenorganisaties of, indien deze ontbreken, door praktijkonderzoek te worden vastgesteld. Reorganisaties, zoals omzetting, fusie en vereenvoudigde inbreng, behoeven in elk geval wettelijke regeling nu deze niet uit het algemene privaatrecht kunnen worden gederiveerd.

Anders dan de Nota doet dient de wetgever niet aanstonds te denken in termen van bestrijding van misbruik. De mensheid is door de eeuwen heen altijd in staat geweest gestelde regels te omzeilen en gebleken is ook dat al dan niet incidentgedreven wetgeving niet het meest geschikte instrument is ter bestrijding daarvan en vaak onbedoelde neven- en gedragseffecten oproept of niet voorziene hindernissen opwerpt. Het besproken initiatief tot herziening van ons BV-recht biedt daarvan een recent voorbeeld.

Beursondernemingen kiezen in de regel de vorm van een NV als meest geregelde ondernemingsvorm in het menu waaruit Nederlandse ondernemers kunnen kiezen.

Maar er zijn ook advocaten- en accountantskantoren die deze rechtsvorm kiezen. Ook voor deze dient het uitgangspunt te worden gekozen in die keuzevrijheid en de vrijheid van inrichting en wijziging daarvan. Dat alles impliceert terughoudendheid met codes (beginselen en regels) die daarop zonder de waarborgen van het democratische wetgevingsproces en zonder in zuivere zin op zelfregulering te berusten, een inbreuk maken.

Hier stuiten wij opnieuw op het historische dilemma of beleggers beschermd dienen te worden in het effecten- dan wel in het NV-recht. De keuze daartussen heeft door de recente ontwikkelingen en mogelijk veel meer dan wij ons in de regel bewust zijn een geheel andere dimensie gekregen. Immers is die functie nu heel duidelijk toebedeeld aan het effectenrecht met, inmiddels, een even duidelijke rol voor overheidstoezicht op de financiële markten en de naleving door uitgevende instellingen van effectenrechtelijke disclosure- en andere verplichtingen. Bovendien tekent zich in het verband van de Unie op dit terrein een niet te stuiten tendens in de richting van federalisering af. De IAS Verordening vormt daarvan een voorbeeld, de richtlijnen met "maximum" harmonisatie vormen een ander voorbeeld. Het zal nog wel even, maar mogelijk ook niet erg lang duren voor wij een Europese SEC hebben.

Naarmate die federalisering zich doorzet neemt in dezelfde mate de bevoegdheid van de lidstaten af. Het noopt tot versterking van het democratische gehalte van regulering op het niveau van de Unie.

Gelet op deze (snelle) ontwikkeling zouden Unie en lidstaten zich dienen te onthouden van corporate governance ingrepen in het NV-recht. De ervaringen uit het verleden (5^e richtlijn) illustreren hoe moeilijk het is om regels te harmoniseren die zo diep als deze wortelen in het recht, maar ook in ruime zin de cultuur van de lidstaten. Waarom laat de Unie dit niet, net als in de VS, over aan de dynamische werking van "regulatory competition"? Maar dan dient de Unie zich ook terughoudend op te stellen met een quasi-Europese corporate governance code. Zij hoede zich ervoor zich te vertillen aan de problematiek, niet het minst die welke zich manifesteert bij vertaling in het stelsel van de lidstaten (daarbij sancties en handhaving).

1.8 Slotopmerkingen en aanbevelingen

In het belang van de toekomst van de Unie en haar lidstaten en de generaties die na ons komen dient de Lissabon-amibitie serieus te worden blijven genomen en niet als onbereikbaar te worden weggehoond, niet door de Unie, noch door de lidstaten. Ook Nederland dient naar vermogen bij te dragen aan het bereiken van die doelstellingen door bedrijvigheid te bevorderen en investeringen aan te trekken en door aldus te voorkomen dat het van immigratie- een emigratie-land wordt. Daarvoor is onder meer nodig: een aantrekkelijk belastingklimaat, goede infra- en distributiestructuur, hoogwaardig onderwijs en onderzoek, een hoogwaardige "securities industry" om Amsterdam als financieel centrum uit te bouwen, stabiele arbeidsverhoudingen, verdere ontwikkeling van onze kenniseconomie, bevorderen van werkgelegenheid, maar niet alleen in loondienst. Daarom is belangrijk ondernemerschap te ontwikkelen niet alleen voor "jonge startende

whizzkids” en zelfstandigen zonder personeel, maar ook voor gedomesticeerde allochtonen en vergrijzende babyboomers die nog een eigen bedrijf willen beginnen. De aanspraken op sociale verzekeringen zijn afhankelijk van de ontwikkeling van de (al dan niet “verborgen”) werkloosheid, welke –deels– kan worden weggenomen of voorkomen als mensen een eigen onderneming starten. Een ondernemende samenleving zorgt voor de nodige prikkels en ondersteuning en de ietwat in de vergetelheid geraakte MDW-operatie heeft, behalve een andere benaming ook een fundamentele verdieping en verbreding nodig.

Het ondernemingsrecht vormt daarbij een belangrijk instrument. “Think small first”: een herziening en modernisering dient “bottom up” te geschieden met als vertrekpunten de in de Europese Grondwet opgenomen vrijheden van vergadering en vereniging, ondernemerschap en het recht op eigendom. Ondernemingsrecht dient concurrerend te zijn, want de vrijheid van vestiging, zoals uitgelegd door het Europese hof van Justitie, leidt tot intracommunautaire migratievrijheid.

Bevordering van slagkracht en bedrijvigheid moet opnieuw centraal worden gesteld in plaats van alsmar fijnmaziger stelsel van bescherming van deelbelangen, die resulteerde in een decennia lang aanhoudende regelverdichting voor kleinere bedrijven, dochterondernemingen, joint ventures en beursondernemingen. De aandacht van de wetgever was te lang gericht op het “grote bedrijfsleven” en, wat het MKB betreft, op bestrijding van “misbruik”. Lang ging het om “vermaatschappelijking” van de onderneming, medezeggenschap van werknemers en bescherming van stakeholders. De onderneming werd een “instituut” en dat werd ook voor BV’s de leidraad. De band met de maatschap, vof en CV werd doorgesneden, het werk aan een regeling voor de eenmans-zaak (“onderneming”) halverwege gestaakt. De samenhang in het ondernemingsrecht ging verloren doordat aldus een geheel gescheiden ontwikkeling werd ingezet. Ons BV-recht werd feitelijk even “zwaar” als het NV-recht. Dat ging wringen, vooral in persoonsgebonden eenmans-BV’s en BV’s waarin door twee of enkele ondernemers wordt samengewerkt. Het aanhangige personenvennootschapsrecht ademt nog diezelfde geest; het moderniseert niet, zelfs niet voor de in belang sterk toegenomen dienstverlenende sector (advocaten, accountants, adviseurs, etc.). De dringend noodzakelijke revitalisering van het Nederlandse bedrijfsklimaat en van het privaat- en fiscaalrechtelijke ondernemingsrecht vraagt om een grondige aanpak.

Na het voorgaande vat ik de kernelementen kort samen:

- I. Voorop dient te staan een **regeling voor de eenmansonderneming**. Haar eenheid en het recht daarop als een goed dient rechtens te worden erkend, vestiging van panden en beperkte rechten te worden erkend (mede in verband met haar financiering), de vatbaarheid voor overgang en overdracht als “going concern” (inclusief goodwill) te worden geregeld en haar “omzetting” in een personen- of kapitaalvennootschap te worden gefaciliteerd, ook door middel van vereenvoudigde inbreng met werking onder algemene titel, zodat die regels aansluiten bij andere in de wet geregelde vennootschappelijke reorganisaties. Haar erkenning als vermogenseenheid vormt de

- basis voor verhaalspreferentie van zaakscrediteuren op het afgescheiden vermogen. Dat levert nog geen beperking van aansprakelijkheid voor de ondernemer op. Dat onderwerp dient opnieuw te worden gezien in samenhang met de herziening van de schuldsanering natuurlijke personen Faillissementswet en de komende introductie van de "flex-BV".
- II. Het aanhangige wetsvoorstel 28 748 dient grondig te worden herzien en geheel te worden betrokken in een **samenhangende modernisering van het ondernemingsrecht** teneinde tegemoet te komen aan de behoeften van zowel het MKB als de groeiende dienstensector. Uitgangspunten zijn: vrijheid van inrichting, "terugvalregelingen" voor het geval partners verzuimen eigen regelingen vast te stellen. Van belang zijn vooral "exit"-regels en de daarbij vast te stellen waarde van het aandeel (bijvoorbeeld bij overlijden, faillissement, ondercuratele-stelling, ruizes). Onnodige formaliteiten bij oprichting en omzetting en de daaraan verbonden kosten (voor notariële aktes) dienen te worden geschrapt. Regels voor verhaal en aansprakelijkheid van de vennoten dienen opnieuw te worden overwogen, bijvoorbeeld of verhaal op de partners niet minst genomen een subsidiair karakter dient te krijgen en of, net als elders, niet Limited Liability Partnership dient te worden geïntroduceerd. Nu openbare vennootschappen reeds zelfstandig rechtsdrager zijn, dient de kunstmatige en onnodige regeling omtrent de openbare vennootschap met rechtspersoonlijkheid te worden geschrapt en de band met de BV en NV te worden hersteld, niet het minst met het oog op omzettingen en andere reorganisaties (fusie, splitsing, overname).
- III. In nauwe samenhang daarmee dient de in het vooruitzicht gestelde herziening van het **BV-recht grondig te worden herzien**, om dit geschikter te maken voor incorporatie van een eenmanszaak, samenwerking tussen natuurlijke personen, dochterbedrijven en de incorporatie daarvan en voor joint ventures tussen bedrijven. Bedrijfsleven (groot en klein) heeft behoefte aan duidelijkheid, eenvoud, zekerheid en "low cost" oprichting en instandhouding. De idee van de BV als "instituut" moet worden losgelaten en de wet moet ruimte bieden aan contractuele samenwerking tussen partners, zoals in een Franse SàS of een Amerikaanse close corporation en Limited Liability Company, zodat ondernemers niet gedwongen worden tot "side letters" waarvan onzeker is of die geldig en afdwingbaar zijn. Geschilbeslechting en "exit"-regels kunnen aansluiten op die voor personenvennootschappen. Zware kapitaal- en jaarrekeningsregels zijn overgenomen van of vloeien rechtstreeks voort uit EU richtlijnen. Voor de interne organisatie zijn zij niet en voor derden slechts (zeer) beperkt van belang. Heroverweging is noodzakelijk. Als de werking van de jaarrekenplichten uit de 4^e en 7^e richtlijn niet –zonder hulp van de Unie– kan worden heroverwogen, dan dient onderzocht te worden of niet –zoals elders– een nieuwe rechtsvorm met beperkte aansprakelijkheid voor aandeelhouders-bestuurders kan worden gecreëerd die niet aan die huidige (zware en kostbare) regelingen is onderworpen (vgl LLC). Kredietverleners kunnen zelf inlichtingen inwinnen en met hun debiteur informatierechten overeenkomen. Ook hier dient de herziening van faillissement en surséance in de overwegingen te worden betrokken.

- IV. **Reorganisaties** zijn gelijkelijk van belang voor het MKB en grote ondernemingen, bijv. ook met “outsourcing” van bedrijfsonderdelen aan management, management buy outs, venture capital constructies etc. De huidige faciliteiten zijn te gecompliceerd, kostbaar, beperkt tot fusie, omzetting en splitsing en dat slechts voor bepaalde rechtspersonen geregeld in Boek 2 BW. Er is brede behoefte aan een vereenvoudigd, samenhangend wettelijk systeem van reorganisaties. Daarin zouden passen de vereenvoudigde overdracht, overgang en inbreng (als geheel) van een “onderneming” als zodanig, de omzetting van een onderneming in een personen – maar ook in een kapitaalvennootschap of andere rechtsvorm (en omgekeerd). M.n. ook voor overheids-ondernemingen. Dit alles is ook van belang voor overdracht van een gehele of een deel van onderneming ingeval van faillissement of surséance en voor de veel voorkomende concernreorganisaties (thans zijn overdracht en verwerving van concernonderdelen en asset deals te gecompliceerd). Het Duitse Umwandlungsrecht kan dienen als bron van inspiratie.
- V. Wat **beursondernemingen** betreft moet duidelijker dan tot dusver onderscheid worden gemaakt tussen de doelstellingen, structuur en het toenemend (semi)-publiek-rechtelijke karakter van het effectenrecht (vertrouwen in de financiële markten en de bescherming van beleggers). De tot dusver achterwege gebleven beoordeling van de effectiviteit en verwachte gedragseffecten van de reeds in werking getreden en nog op stapel staande regulering en het overheidstoezicht daarop van de AFM, dient alnog te worden gemaakt. Daarbij dient te worden beseft dat de Europese IAS Verordening, de Transparantierichtlijn en de Richtlijn Marktmissbruik in essentie het Amerikaanse disclosure-stelsel hebben geïntroduceerd en de 4^e en 7^e richtlijn voor beursondernemingen hun betekenis goeddeels verliezen. Wat is er, als men vergelekt met de sterkste en dominante markt, die van de VS, meer nodig? Door naast “herstel van vertrouwen in de financiële markten en de beleggers in die markten” ook “herstel van vertrouwen in de integriteit van bestuur en toezichthouders” als richtsnoer te hanteren, hebben wij ons zonder de waarborgen van het democratische wetgevingsproces met corporate governance codes begeven in de sfeer van de interne organisatie van de NV. Waar de Engelse Combined Code na screening door de Londen beurs als noteringseis wordt gehanteerd, heeft de Nederlandse wetgever deze toch al twijfelachtige “zelfregulering” van dat karakter ontdaan door een wettelijke grondslag en daarmee een zekere handhaafbaarheid in rechte. De druk die de financiële markten uitoefenden op bedrijven met een zwakkere governance is zonder enige twijfel zeer aanzienlijk versterkt door de Code Tabaksblat en de discussie die daarmee gepaard ging. De Code heeft zonder enige twijfel de belangrijke verdienste gehad dat veel bedrijven hun governance grondig hebben herzien. Maar dan wordt ook duidelijk hoezeer de materie samenhangt met de bedrijfscultuur en –organisatie en hoe zij daarmee raakt aan de behoefte aan flexibele vormen voor de inrichting van de leiding van en het toezicht op complexe beursondernemingen. De Code zelf forceert bestuur en toezicht al bijna *per se* in de richting van een one tier structuur, maar laat zich bijvoorbeeld niet uit over wat dat betekent voor de gemeen-

goed geworden idee van een CEO en CFO. De wet, d.w.z. het NV-recht, dient ruimte te laten, beleggers dienen juist en volledig te worden geïnformeerd en op basis daarvan van de hen toekomende bevoegdheden (stem- en andere rechten) gebruik te kunnen maken. Of met de reeks van zware komende aanscherpingen in het effectenrecht, disclosure-plichten van beursondernemingen en versterking van de positie van en het overheidstoezicht op de controlerende accountants niet op de werking van de markt zou kunnen en mogen worden vertrouwd is een gerechtvaardigde, maar weinig gestelde vraag. Zij behoeft, hoe dan ook, beantwoording om te voorkomen dat regelverdichting een "self propelling machinery" wordt. Zeker nu de Europese Commissie de weg van een gedwongen convergentie door middel van een Europese Code lijkt in te slaan en daarmee wat haar niet lukte in het kader van de Vijfde richtlijn inzake de structuur van de NV, langs deze weg alsnog poogt te realiseren. Is een zodanige convergentie in het belang van de toekomst van de Unie of is een gezonde mate van systeem-concurrentie tussen de lidstaten –onder "toezicht" van de financiële markten– te verkiezen? Het is een andere vraag die beantwoording behoeft mede op basis van een grondige systeemvergelijking met de Verenigde Staten, niet met de bedoeling tot kritiekloze en slaafse nabootsing, maar nuchterweg om een vergelijking te kunnen maken van directe en indirecte systeemkosten en de effectiviteit en het concurrentievermogen van de financiële markten in de Unie. Hadden wij dat ook niet nodig om te kunnen bepalen hoe wij vorderen met het bereiken van de Lissabon-doelstellingen?

Is het niet gewenst om onder gezamenlijke verantwoordelijkheid van de Ministers van Justitie, Financiën en Economische Zaken een commissie in te stellen met de opdracht binnen afzienbare tijd een "masterplan" te ontwerpen voor een modernisering van het gehele ondernemingsrecht?

REFERENTIES

- Bratton, W.W. en J.A. McCahery, (1997), "An Inquiry into the Efficiency of the Limited Liability Company: Of Theory of the Firm and Regulatory Competition", *Washington and Lee Law Review* Vol. 54, pp. 629-686.
- Bratton, W.W. en J.A. McCahery, (2004), "The Content of Corporate Federalism", *Working Paper*.
- Duuren, T.P. van, (2002), *De joint venture-vennootschap*, Schoordijk Instituut, Center for Company Law.
- Essers, P.H.J. en M.J.G.C. Raaijmakers, (2000), "Omzetting van een personenvennootschap in een NV of BV", in: P.H.J. Essers, e.a. (red), *Verkenningen op de grens van burgerlijk recht en belastingrecht*, Schoordijk Instituut, Center for Company Law, pp. 245-260.
- De Kluiver, H.J., (1994), "Het vennootschapsrecht moet worden versoepeld en ... verscherpt", *TVWS*, Vol. 37, pp. 174-179.
- De Kluiver, H.J. e.a., (2004), *Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht*, http://www.justitie.nl/Images/11_50335.doc
- De Kluiver, H.J. en M. Meinema, (2002), "Dwingend vennootschapsrecht na de wet herziening preventief toezicht en de mogelijkheden van statutaire of contractuele afwijking en aanvulling", *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie* Vol. 133, No. 6503, pp. 648-659.
- McCahery, J.A. en M.J.G.C. Raaijmakers, (2000), *Corporate governance and capital markets, an international perspective*, SMO-boek 2000, reeks Stichting maatschappij en Onderneming.
- McCahery, J.A. en E.P.M. Vermeulen, (2003), "Business Organizational Law and Venture Capital", in J.A. McCahery en L. Renneboog, *Venture Capital and the Valuation of High Tech Businesses*, Oxford University Press, pp. 162-187.
- McCahery, J.A. en E.P.M. Vermeulen, (2004), "The Evolution of Closely Held Business Forms in Europe", in J.A. McCahery, M.J.G.C. Raaijmakers en E.P.M. Vermeulen, *The Governance of Close Corporations and Partnerships – US and European Perspectives*, Oxford University Press, pp. 191-239.
- McCahery, J.A. en E.P.M. Vermeulen, (2004), "Limited Partnership Reform in the United Kingdom: A Competitive Venture Capital Oriented Business Form", *European Business Organization Law Review* Vol. 5, pp. 111-135.
- McCahery, J.A. en E.P.M. Vermeulen, (2004), "Fundamentele herziening van de commanditaire vennootschap: een pure noodzaak!", *Nederlands Juristenblad* Vol. 79, pp. 322-328.
- Meinema, M., (2003), *Dwingend recht voor de besloten vennootschap*, Instituut Ondernemingsrecht RUG.
- Pitlo, A. en M.J.G.C. Raaijmakers, (2000), *Vennootschaps- en rechtspersonenrecht*, Gouda: Quint.
- Raaijmakers, M.J.G.C., (1994), "Besloten Vennootschappen: quasi-NV of quasi-vof", *Ars Aequi* Vol. 43, No.5, pp. 340-348.
- Raaijmakers, M.J.G.C., (1997), "Reorganisaties van vennootschappen en rechtspersonen", *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie* Vol. 128, No. 6276, pp. 437-443.

- Raaijmakers, M.J.G.C., (1997) "Uitbreiding juridische fusie en (af) splitsing", *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie* Vol. 128, No. 6280, pp. 520-524.
- Raaijmakers, M.J.G.C., (2002), "Herziening van het Nederlandse ondernemingsrecht", *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie* Vol. 133, No. 6505, pp. 683-692.
- Raaijmakers, M.J.G.C., (2002), "Het begrip onderneming in het privaatrecht", in: M.J.G.C. Raaijmakers en L.C.A. Verstappen *Onderneming en overdracht onder algemene titel, Preadvies van Vereniging Handelsrecht*.
- Raaijmakers, M.J.G.C., (2002) "Het effectenrecht na Enron", in: *Een bewezen bestaansrecht, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor effectenrecht*, pp. 299-318.
- Raaijmakers, M.J.G.C., (2003) "Corporate governance en het enquêterecht", *Nederlands Juristenblad* Vol. 78, No. 27, pp. 1373-1379.
- Raaijmakers, M.J.G.C., (2003), "De plaats van het personenvennootschapsrecht in de structuur van het ondernemingsrecht", in M.J.G.C. Raaijmakers en G.J.H van der Sangen (red), *Herziening persoonsgebonden ondernemingsvormen*, Schoordijk Instituut, Center for Company Law, pp. 1-58.
- Raaijmakers, M.J.G.C., (2004), "Codificatie en dynamiek in het ondernemingsrecht, Corporate governance tussen overheidswetgeving en zelfregulering", in: J.B.M. Vranken en I. Giesen (red), *Codificatie en dynamiek*, Schoordijk Instituut, Onderzoeksschool voor Wetgevingsvraagstukken, pp. 99-138.
- Raaijmakers, M.J.G.C., (2004), "Selfregulation on corporate governance issues by non state actors? In search of the borderlines of state intervention and selfregulation of private firms in between corporate and securities law", in: W.P. Heere (red), *From Government to Governance, 2003 Hague Joint Conference on Contemporary Issues of International Law* pp. 395-407.
- Raaijmakers, M.J.G.C., (2004), "'Zelfregulering' van corporate governance van beursondernemingen", *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie* Vol. 135, No. 6563, pp. 76-81.
- Raaijmakers, M.J.G.C. en E.P.M. Vermeulen, (2000), "Beëindiging van joint ventures in de rechtsvorm van een VOF of BV", *Dossier over onderneming, financiering en recht* 43, pp. 74-82.
- Van Schilfgaarde, P., (2002), "Statuten zonder bezwaar", *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie* Vol. 133, No.6503, pp. 639-648.
- Timmerman, L., (1992), "Is versoepeling van het Nederlandse NV-BV-recht wenselijk", *TVVS* Vol. 35, pp. 163-168.
- Timmerman, L., (1999), "Over de toekomst van het vennootschapsrecht", *RM Themis* 1999, No. 2, pp. 43-51.
- Timmerman, L., (2004) "Een BV zonder bestuur en zonder aandeelhoudersvergadering", *Ondernemingsrecht*, pp. 27-30.
- Vermeulen, E.P.M., (2003), *The Evolution of Legal Business Forms in Europe and the United States: Venture Capital, Joint Ventures and Partnership Structures*, Den Haag: Kluwer Law International.

OVER DE AUTEUR

Theo (M.J.G.C.) Raaijmakers is sinds 1986 hoogleraar ondernemingsrecht en directeur van het Center for Company Law (UvT). Tot 2001 was hij Juridisch Adviseur van Koninklijke Philips Electronics NV en van het Philips Pensioenfonds. Zijn belangrijkste nevenfuncties zijn/waren: Rechter-plv (1980-1993), nadien Raadsheer-plv, Voorzitter Nederlands Genootschap van Bedrijfsjuristen (1985-1989), bestuurslid Nederlandse Juristenvereniging, voorzitter UNICE Committee Company Law (1982-1997), lid diverse SER-Commissies (o.m. herziening Fusiecode en structuurregeling), Voorzitter MDW Werkgroep Modernisering Faillissementsrecht, lid AFM-Commissie Openbare Biedingen (va 2000), Curator Stichting Maatschappij en Onderneming (1990-2002). Hij promoveerde in 1976 (cum laude) op een proefschrift over het rechtskarakter van joint ventures en publiceerde nadien vele artikelen en boeken op het terrein van ondernemings- en effectenrecht en van corporate governance.

2 COLLEAGUE OR COP? EEN DUIVELS DILEMMA

Gerard van Solinge

2.1 Inleiding¹

In de discussie over corporate governance is een centrale rol weggelegd voor de commissaris als toezichthouder. Over die rol kan verschillend worden gedacht: is de commissaris collega of is hij politieagent? Ofwel: colleague or cop? ING-commissaris Wim Kok, die laatst stond voor de moeilijke vraag of hij moest instemmen met een forse verhoging van de vergoeding van de bestuurders, stelde dat hij stond voor een duivels dilemma.

Er wordt al jaren gediscussieerd over het onderwerp corporate governance. Toch blijft corporate governance hot, want het op 9 december 2003 verschenen rapport van de Commissie Tabaksblat leidt tot vele discussies in de media, de vakbladen en op congressen gehouden over deze code. De wetgever heeft de code van de Commissie Tabaksblat omarmd en haar een wettelijke basis gegeven in de wet tot aanpassing van de structuurregeling.² Corporate governance is ook hip, want het lijkt wel of iedere sector van het maatschappelijk leven zijn eigen code wil of moet hebben. De behoefte is kennelijk niet beperkt tot beursfondsen. In Het Financieele Dagblad van 29 april 2004 stond te lezen dat het kabinet ook een governance code voor de semi-overheid wil invoeren. Verder gaan er stemmen op om dergelijke codes in te voeren in de culturele sector, de zorgsector en de pensioensector. Corporate governance is naar verwachting duur: zo overweegt het aan de Euronext Amsterdam genoteerde fonds AND International Publishers N.V. haar notering te beëindigen omdat de naleving van de corporate governance code te duur is.³ Dit is een voorbeeld uit vele. Als het duur is, is het waarschijnlijk lucratief voor de talloze adviseurs: advocaten, notarissen, accountants, management consultants, corporate finance consultants, merging bankers, corporate governance rating agents... (de lijst is verre van compleet). Corporate governance is lastig: het is de bedoeling dat een commissie wordt ingesteld die zal nagaan in hoeverre de Code Tabaksblat wordt nageleefd en zal aan de hand van die bevindingen ook aanbevelingen doen tot aanvulling en verbetering van de code. Deze monitoring commissie komt maar moeizaam tot stand.⁴ Is corporate governance inmiddels vervelend? Dit is immers de zoveelste discussie over het onderwerp. Misschien moeten we stoppen met praten en het gewoon maar gaan doen! Het doel van dit congres is de blik iets verder in de toekomst te richten. Hoe ziet de corporate governance er achter de horizon uit?

1 Deze tekst is een uitwerking en actualisering van de voordracht gehouden tijdens de conferentie "Corporate Governance: De Beleidsagenda", Amsterdam, 25 mei 2004.

2 Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling, Staatsblad 2004, 370, in werking getreden op 1 oktober 2004.

3 Het Financieele Dagblad, 25 mei 2004.

4 Ten tijde van de conferentie was er nog geen commissie geformeerd. Tijdens het schrijven van deze bijdrage in september 2004 werd bekend dat professor Jean Frijns tot haar voorzitter was benoemd.

2.2 Corporate governance trends in de Verenigde Staten⁵

Alvorens ik ga spreken over de toekomst van corporate governance wil ik eerst enkele trends in corporate governance in de Verenigde Staten bespreken. Ik geef onmiddellijk toe dat de Verenigde Staten niet in alles een goed voorbeeld zijn, maar er gaat niettemin een onmiskenbare invloed uit van de Amerikaanse bedrijfscultuur. Bestuur en toezicht zijn bij Amerikaanse ondernemingen anders geregeld dan in Nederland. Waar wij in Nederland gewend en bekend zijn met het zogenaamde two-tier model, dat wil zeggen een zelfstandig bestuur en een zelfstandige raad van commissarissen, werkt men in de Verenigde Staten met het one-tier model.

2.2.1 Professionalisering

In een one-tier board zitten naast elkaar, als collega's, de executives en de non-executives. Uit een recent onderzoek van Korn/Ferry International is gebleken dat de tijd die non-executive directors aan hun werk besteden afgelopen jaren is toegenomen. Was dat in 2001 nog 13 uur per maand, in 2003 was dat gestegen tot 19 uur per maand. In het Verenigd Koninkrijk zeggen de non-executive directors zelfs 25 uur per maand te besteden aan hun toezichthoudende taak. Waaraan wordt die extra tijd besteed? Uit een onderzoek onder 249 non-executive directors van ondernemingen uit de Fortune 1000, uitgevoerd door Mercer Delta Consulting en de University of Southern California, blijkt het volgende. Van de extra tijd gaat 60% naar board matters, 85% naar companies accounts, 83% naar governance practice en 51% naar monitoring financial performance. Volgens Jeffrey Sonnenfeld van Yale University's School of Management zijn vele oudere bestuurders "*bewildered if not resentful*" over de hoeveelheid tijd die nu wordt besteed aan corporate governance.

Een van de redenen waarom de non-executive directors hun taak meer serieus nemen is het groeiende risico van aansprakelijkheid. Dit hangt samen met het meer algemene maatschappelijke verschijnsel van wat wel de "claimcultuur" wordt genoemd. De dagen dat ieder zijn eigen schade draagt zijn lang vervlogen. Schadelijders wentelen hun schade af op anderen, die niet noodzakelijkerwijs degenen zijn die de schade hebben veroorzaakt. Er is in het algemeen een verschuiving te zien van schuldaansprakelijkheid naar risicoaansprakelijkheid. Het gevolg daarvan is weer dat verzekeraars de premie voor managers verhogen en meer gevallen van schade veroorzakend handelen uitsluiten. Typierend is de volgende uitspraak van Ralph Ferrara van het Amerikaanse advocatenkantoor Debevoise & Plimpton: "*If you can't get \$100m of non-rescindable independent-director liability coverage, you shouldn't be on the board.*"

Was het vroeger een erebaan om toezichthouder te zijn, nu lijkt het steeds meer een hondenbaan te worden.

⁵ Deze paragraaf is voor een belangrijk deel gebaseerd op, en de geciteerde citaten zijn ontleend aan twee artikelen ("Where's all the fun gone?" en "No more Mr Nice Guy") uit The Economist van 20 maart 2004.

2.2.2 Meer macht voor special committees: op zoek naar een nieuwe balans

In de Verenigde Staten krijgen de zogenoemde board room committees steeds meer macht. Het gaat dan in het bijzonder om de belangrijkste drie committees: audit committee, nominating committee en compensation committee. De audit committee is de machtigste van de drie. Soms zelfs zo machtig dat de chief financial officer (CFO) in haar schaduw staat. De audit committee benoemt en ontslaat de accountant, en zij betaalt hem. Het voordeel van zo'n afzonderlijke committee is dat er meer afstand bestaat tot de executives van de board; het zou moeten leiden tot een beter toezicht. Het nadeel is echter dat de machtstoename van de audit committee een verkeerd signaal kan zijn voor de executives. Zij voelen zich bekeken. En zullen wellicht minder geneigd zijn om informatie te verstrekken of openheid van zaken te geven. Door de toenemende macht van de audit committees worden zij tot mini-boards. Zij zijn de nieuwe machthebbers binnen de vennootschap. Zo ontstaat een nieuwe driehoek: de accountants krijgen informatie van de executives, maar zij rapporteren aan de audit committee. Volgens professor Jay Lorsch van Harvard Business School is één van de hoofdtaken van een audit committee het managen van deze delicate verhoudingen in de nieuwe driehoek.

Verder krijgt ook de nominating committee meer macht. Volgens opgave van headhuntersbureau Spencer Stewart was in 1999 in 95% van de gevallen de chief executive officer (CEO) de opdrachtgever bij het zoeken van nieuwe non-executive directors. Nu is het in meer dan 50% van de gevallen zo dat de nominating committee de zoekopdracht geeft. De declaraties van de headhunters worden nu ook betaald door de nominating committee. Het valt dus op dat de CEO minder invloed krijgt bij de benoeming van de directors die toezicht op hem moeten gaan houden. Er is een verschuiving waarneembaar richting onafhankelijke directors. Gevolg daarvan is dat in het geval de kandidaat toch wordt benaderd door de CEO, er moet worden getwijfeld aan zijn onafhankelijkheid. Een typerende uitspraak in dat verband is: *"If the CEO makes the phone call, you've got a problem."*

De jongste trend in de Verenigde Staten is dat de compensation committee (remuneration committee) meer macht krijgt. Sommigen beweren zelfs dat deze committees in de toekomst meer macht zullen krijgen dan de audit committee. Beloning van de bestuurders is in de Verenigde Staten, net als in Nederland, een zeer gevoelig onderwerp geworden. Volgens de invloedrijke investeerder Warren Buffet is de beloning van bestuurders de lakmoesproef voor onafhankelijk toezicht.

2.2.3 Meer onafhankelijkheid van non-executive directors

De board van een gemiddelde grote Amerikaanse onderneming bestaat uit 2 inside (executive) directors, meestal de CEO en de CFO, en 9 outside (non-executive) directors. Een van de grote issues in de Verenigde Staten is de mate van onafhankelijkheid van de outside directors. Sommigen menen dat alle non-executive directors onafhankelijk moeten zijn, anderen nemen genoegen met iets meer dan de helft. De nadruk op de onafhankelijkheid maakt dat gezocht moet worden in een ruimere kring van toezichthouders. Het *old boys network* van voormalige board members, adviseurs en bankiers voldoet niet meer.

Tegelijkertijd zorgt het toenemende tijdsbeslag ervoor dat sommige bedrijven hun board members verbieden meer dan één directorship bij een andere onderneming te bekleden. Het wordt, met andere woorden, steeds moeilijker om werkelijk onafhankelijke toezicht-houders te vinden. In Nederland is deze trend overigens ook waarneembaar.

Wat is eigenlijk onafhankelijk toezicht? Onafhankelijkheid is een moeilijk te definiëren begrip. De Code Tabaksblat doet daartoe een poging.⁶ In ieder geval is duidelijk dat er geen formele banden met de vennootschap mogen zijn, wil er sprake zijn van onafhankelijk toezicht. Maar ook bij het bestaan van een niet-formele, materiële relatie (bijvoorbeeld regelmatig advies) is niet langer sprake van onafhankelijkheid.

Terecht wordt de vraag gesteld of de vereiste totale onafhankelijkheid niet leidt tot onverschilligheid. De zorg om toenemende onverschilligheid als prijs voor de onafhankelijkheid is aan de orde gesteld in een recente studie van Carter en Lorsch.⁷ Een toezichthouder die op geen enkele wijze binding met de vennootschap en haar onderneming heeft is misschien ook wel onvoldoende betrokken. Een toezichthouder die daarentegen meer kennis van zaken heeft van de vennootschap en haar onderneming, zal meer betrokken zijn, zo luidt dan de redenering. Naarmate de betrokkenheid echter toeneemt, kunnen weer vragen worden gesteld bij zijn onafhankelijkheid. Dit risico openbaart zich vooral bij de non-executive directors die zitting hebben in de audit committee. Zij dienen hun onafhankelijkheid te bewaren, maar moeten tegelijkertijd diepgaand inzicht ontwikkelen in de financiële toestand, de ondernemingsrisico's en het niveau van de financiële controle van de onderneming.

Verder moet worden bedacht dat formele onafhankelijkheid niet altijd gelijk is aan daadwerkelijke onafhankelijkheid. Als alle onafhankelijke non-executive directors dezelfde kant opkijken en er geen één is die de andere kant uitkijkt, kan de onafhankelijkheid ook in gevaar komen. Goed toezicht is gebaat bij onafhankelijke geesten, mensen die vragen blijven stellen. Werkelijke onafhankelijkheid is een geestestoestand, niet een formele situatie.

2.2.4 “Executive sessions”

Sinds enige tijd moeten op grond van de noteringsregels van de New York Stock Exchange de non-executives regelmatig bijeenkomen om te vergaderen zonder de CEO en de CFO. Deze bijeenkomsten worden “*executive sessions*” genoemd. Dat is een verwarrende term, aangezien de executives er juist niet bij zijn. Volgens eerdergenoemde Jay Lorsch is dit “*absolutely the most important thing that has happened*” in de afgelopen jaren. In de Verenigde Staten worden in 80% van de bedrijven dergelijke executive sessions gehouden. In het Verenigd Koninkrijk ligt het percentage op 15-20% en in Frankrijk en Duitsland op minder dan 10%.

2.2.5 Conclusie

Het vanouds in de Verenigde Staten bestaande one-tier board model vertoont de afgelopen jaren een ontwikkeling naar onafhankelijker toezicht door de non-executive direc-

6 Code Tabaksblat III.2.2.

7 Colin Carter en Jay Lorsch, *Back to the Drawing Board*, Harvard Business School Press 2003.

tors. Een deel van de taken van de board wordt daarbij afgesplitst naar board committees. Deze board committees bestaan uit onafhankelijke directors en hebben een toenevende invloed op het ondernemingsbestuur. In de Verenigde Staten is dus een voorzichtige trend waarneembaar in de richting van scheiding van bestuur en onafhankelijk toezicht.

2.3 Corporate governance trends in Nederland

2.3.1 *Two-tier of one-tier?*

Nederland kent vanouds het two-tier model: enerzijds een bestuur en anderzijds een raad van commissarissen die toezicht houdt op het bestuur. De laatste jaren is dit model aan erosie onderhevig geraakt. In toenemende mate bestaat er bij (gedeeltelijk) Nederlandse ondernemingen de behoefte om de top te organiseren in de vorm van een one-tier board, denk aan Koninklijke Olie/Shell en Unilever. Sinds enige tijd is er discussie over de vraag of one-tier boards mogelijk zijn naar huidige Nederlands recht. Aan die discussie lijkt een einde te zijn gekomen doordat de Commissie Tabaksblat in Principe III.8 spreekt over de mogelijkheid van een one-tier board als bestuursmodel voor Nederlandse ondernemingen. De minister van Justitie heeft zich ook in positieve zin uitgelaten over deze mogelijkheid. Uit het feit dat de wetgever de Code Tabaksblat volledig heeft omarmd en heeft verankerd in Boek 2 BW blijkt dat een one-tier board naar huidige Nederlands recht in beginsel mogelijk is. Verder wijs ik op de sinds 8 oktober 2004 bestaande keuzemogelijkheid voor een one-tier board bij de Europese vennootschap die wordt opgericht met statutaire zetel in Nederland.⁸

Overigens moet bedacht worden dat de verplichting tot instelling van een raad van commissarissen slechts bestaat voor structuurvennootschappen (oude en nieuwe stijl). Andere vennootschappen - en dat zijn vaak heel grote ondernemingen - kunnen nu en konden vroeger ook al volstaan met een enkel bestuursorgaan bestaande uit executives en non-executives. Dit laat echter onverlet het wettelijke systeem van collectieve bestuursverantwoordelijkheid en hoofdelijke aansprakelijkheid bij onbehoorlijke vervulling van de bestuurstaak. Non-executives zijn bestuurders in de zin van artikel 2:9 BW. Door een zorgvuldig vastgelegde taakverdeling en taakafbakening kunnen voor hen disculpatiegronden worden gecreëerd, zodat hun aansprakelijkheid tot op zekere hoogte beperkt blijft.

2.3.2 *Vereenvoudiging van het BV-recht*

Op 6 mei 2003 heeft de Expertgroep Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse B.V.-recht onder leiding van prof. mr. Harm Jan de Kluiver een rapport gepresenteerd aan de minister van Justitie en de staatssecretaris van Economische Zaken.⁹ De Expertgroep heeft een groot aantal aanbevelingen gedaan tot versoepeling van het recht

⁸ Wetsvoorstel 29 309: Uitvoering van verordening (EG) Nr. 2157/2001 van de Raad van de Europese Unie betreffende het statuut van de Europese vennootschap (SE).

⁹ Het rapport is te vinden op de websites van de ministeries: www.justitie.nl en www.ez.nl.

inzake de besloten vennootschappen. In grote lijnen komen de aanbevelingen hier op neer dat de bepalingen van het B.V.-recht die nu als knellend of overbodig worden ervaren worden afgeschaft dan wel facultatief worden gemaakt. De algemene lijn van het rapport is die van een overgang van dwingend recht naar regelend recht. Het moet partijen vrij staan de vennootschap zoveel mogelijk naar eigen inzicht in te richten. Ook op het gebied van de inrichting van bestuurlijk toezicht van de B.V. moet volgens de Expertgroep grote vrijheid bestaan. Naar het zich laat aanzien zal de wetgever de aanbevelingen van de Expertgroep grotendeels opvolgen.

2.3.3 *Aanpassing van het structuurregime*

De structuurregeling heeft door de wet aanpassing structuurregeling¹⁰ een grondige verbouwing ondergaan. De algemene trend is dat aan de aandeelhoudersvergadering iets meer macht en invloed wordt toegekend ten koste van de raad van commissarissen. In het structuurregime oude stijl was de raad van commissarissen het orgaan met de hoogste macht in de structuurvennootschap: de raad van commissarissen benoemde en ontsloeg de leden van de raad van bestuur, verleende goedkeuring aan de belangrijke besluiten, stelde de jaarrekening vast en, last but not least, voorzag in zijn eigen vacatures (coöptatie). Aan die almacht is door de nieuwe wet een einde gekomen. Of de nieuwe wet een verbetering is, waag ik te betwijfelen. Natuurlijk, het coöptatiemodel is van de baan - althans formeel. De jaarrekening wordt gewoon, zoals het hoort, weer vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders. De aandeelhoudersvergadering heeft nu ook het recht om de bestuurders te benoemen en te ontslaan, zij het dat de raad van commissarissen een voordrachtsrecht heeft. Echt nieuw, en mijns inziens een slechte ontwikkeling, is het voordrachtsrecht van de ondernemingsraad ten aanzien van de benoeming van $\frac{1}{3}$ van de commissarissen. Bij het schrijven van deze voordracht in september 2004 was inmiddels verschenen een nota van de minister van Justitie over de modernisering en herziening van het ondernemings- en vennootschapsrecht.¹¹ In deze nota filosofeert de minister over de toekomst van de structuurregeling. Ten aanzien van de structuurregeling is de nota niet helemaal duidelijk, maar er valt wel uit af te leiden dat de minister bereid is de structuurregeling wederom grondig op de schop te nemen, ja zelfs afschaffing ervan lijkt niet langer uitgesloten.

2.3.4 *Onafhankelijkheid van commissarissen*

De hierboven in paragraaf 2.2 geschetste ontwikkeling in de Verenigde Staten in de richting van meer onafhankelijkheid van de non-executive directors is, mutatis mutandis, eveneens in Nederland waarneembaar. Ook in Nederlandse ondernemingen met beursnotering zijn er special committees. De Code Tabaksblat schrijft deze zelfs voor bij beursgenoteerde ondernemingen. Ook in Nederland heeft de audit committee een toeneemende macht. Op dezelfde voet als in de Verenigde Staten neemt ook in Nederland de

¹⁰ Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling, Staatsblad 2004, 370, in werking getreden op 1 oktober 2004.

¹¹ De Nota is te vinden op de website van het ministerie: www.justitie.nl en in de Kamerstukken Tweede Kamer van Wetsvoorstel 29 818.

roep naar werkelijk onafhankelijke commissarissen toe. Ik wees al op de aanbeveling in de Code Tabaksblat over dit onderwerp. Het is belangrijk onder ogen te zien dat de eisen die worden gesteld aan de onafhankelijkheid van commissarissen kunnen verschillen naar gelang de aard van de vennootschap. Bij beursfondsen met een verspreid aandelenbezit zal de neiging veel eerder bestaan om werkelijk onafhankelijke commissarissen te benoemen. Zij moeten immers, indachtig de wettelijke opdracht, het belang van vennootschap in de met haar verbonden onderneming tot richtsnoer van hun handelen nemen. Bij niet-beursgenoteerde vennootschappen ligt dit vaak heel anders. Deze vennootschappen zijn er in verschillende smaken. Er zijn er die één aandeelhouder hebben, er zijn er die twee of in elk geval een overzichtelijk aantal aandeelhouders hebben, er zijn er die één grote en een aantal kleinere aandeelhouders hebben, en alle variaties daartussen. Juist bij dit soort besloten verhoudingen (private equity) kan het gewenst zijn dat een aandeelhouder in ruil voor zijn investering in het kapitaal van de vennootschap een commissaris kan benoemen. Deze aandeelhouder heeft geen behoefte aan een van hem onafhankelijke commissaris, maar zal veel eerder zoeken naar een deskundige persoon die zijn belangen behartigt in het houden van toezicht op het bestuur van de vennootschap. Met andere woorden: in een zwart-wit schema zou kunnen worden gesteld dat bij beursfondsen de neiging tot onafhankelijkheid zou moeten bestaan en bij niet-beursfondsen de neiging tot betrokkenheid. Helemaal tevreden met dit schema ben ik niet, het is mij te grof en zal niet op alle gevallen passen. In de ideale situatie is een commissaris zowel onafhankelijk van, als betrokken bij de vennootschap waar hij toezicht houdt, ongeacht het type vennootschap.

2.4 Aanbevelingen voor de wetgever

Het lijkt mij verstandig dat de Nederlandse wetgever het two-tier model als uitgangspunt vasthoudt. De ervaringen in de Verenigde Staten met het one-tier model laten zien dat er behoefte bestaat aan correcties op dit model door het stellen van eisen aan de onafhankelijkheid van de non-executive directors, als ook door het instellen van special committees los van de board en de verplichting tot afzonderlijk vergaderen in afwezigheid van de executives. Hierdoor convergeren het Amerikaanse model en het Nederlandse model tot een “one-and-a-half-tier” model. In Nederland zijn echter nadere eisen nodig ten aanzien van deskundigheid en onafhankelijkheid van commissarissen. De Code Tabaksblat is daartoe een goede start.

Verder zou moeten worden overwogen om - los van het structuurregime, dat op termijn toch zal verdwijnen - de instelling van een raad van commissarissen verplicht te stellen bij beursfondsen, of zelfs bij alle kapitaalvennootschappen. Past de vennootschap deze regel van corporate governance niet toe, dan dient zij dat aan haar aandeelhouders uit te leggen. In dat geval is er een one-tier board. Hoewel ik meen dat het two-tier model als uitgangspunt kan worden gehandhaafd in de Nederlandse wet, wil ik bepleiten dat daarnaast het one-tier model als volwaardig alternatief wordt geïntroduceerd. Zo ontstaat een keuzemodel, dat bijvoorbeeld in Frankrijk al jaren voldoet. De eerste voorzich-

tige stappen zijn daartoe reeds gezet in de Code Tabaksblat, de Uitvoeringswet verordening Europese vennootschap en in uitlatingen van de minister van Justitie over de toekomst van het ondernemingsrecht.

Uiteindelijk gaat het natuurlijk niet om modellen of structuren. Goede corporate governance vraagt om kritische en onafhankelijke geesten, zowel in one-tier boards als in two-tier boards. Een goede commissaris of non-executive director is onafhankelijk én betrokken. Zou dan toch een keuze moeten worden gemaakt tussen *colleague or cop*, dan heb ik een voorkeur voor de cop, maar dan wel een met een grondige kennis en deskundigheid: een politiemans met zakeninstinct.

REFERENTIES

- Carter, C.B and J.W. Lorsch, (2004), *Back to the drawing board: designing corporate boards for a complex world*, Boston, Harvard Business School Press.
- Commissie corporate governance, (2003), *De Nederlandse Corporate Governance Code: beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, www.corpgov.nl
- Het Financieele Dagblad*, (2004) "AND wil af van notering wegens te hoge kosten", 25 mei 2004.
- Kluiver H.J. e.a. (2003) *Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht*, http://www.justitie.nl/Images/11_50335.doc
- The Economist* (2004) "No more Mr Nice Guy", 3/20/2004, Vol. 370, Issue 8367, p. 14.
- The Economist* (2004) "Where's all the fun gone?", 3/20/2004, Vol. 370, Issue 8367, p. 75.

OVER DE AUTEUR

Gerard van Solinge (1962) is sinds 1997 hoogleraar ondernemingsrecht aan de Radboud Universiteit Nijmegen. Hij is aldaar werkzaam aan het Van der Heijden Instituut, dat deel uitmaakt van het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht. Daarnaast is hij advocaat bij Allen & Overy te Amsterdam. Van 1993 tot 1997 was hij advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek. In 1994 is hij gepromoveerd op een proefschrift over grensoverschrijdende juridische fusie. Hij is thans onder meer redacteur van Ondernemingsrecht, lid van de Commissie Openbare Biedingen van de Autoriteit Financiële Markten en voorzitter (en mede-oprichter) van de Vereniging *Corporate Litigation*.

3 DE LANGE KETEN VAN CORPORATE GOVERNANCE

Paul Frentrop

The capital is there; and so is capitalism.

The waning factor is the capitalist.

Adolf Berle (1959)

3.1 Inleiding

Internationaal wordt de afgelopen jaren in de aanpak van de problematiek van corporate governance een tweesporenbeleid gevolgd. Enerzijds wordt ten aanzien van de interne besturing van de onderneming, de verantwoordelijkheid van bestuurders mede in allerlei gedragscodes duidelijker vastgelegd, dan de wet dat doet. Anderzijds wordt een externe partij, de aandeelhouder, opgeroepen om zijn controlerende taak actiever uit te oefenen.

In dit artikel zal worden betoogd dat er hindernissen bestaan, die er toe leiden dat dit tweede spoor niet zonder meer bewandeld zal kunnen worden. Die hindernissen zijn vooral gelegen in het feit dat beursgenoteerde ondernemingen nauwelijks rechtstreeks contact hebben met degenen die uiteindelijk belang hebben bij het goed functioneren van deze ondernemingen: degenen die (meestal indirect) op inkomen rekenen uit dividend en waardeinstijging van de aandelen.

Om die hindernissen uit de weg te ruimen, zullen regels geformuleerd moeten worden voor de personen en organisaties die zich bewegen tussen de beursgenoteerde onderneming en de uiteindelijke belanghebbenden.

In dit artikel zal allereerst geïnventariseerd worden wat de kernproblematiek van corporate governance is en hoe de inzet van verschillende mechanismen om deze problematiek aan te pakken verschuift. Vervolgens zal worden aangegeven welke rechten aandeelhouders hebben om hun specifieke rol op het gebied van corporate governance te spelen. Om te bezien of het bezit van deze rechten, voldoende is om ervoor te zorgen dat ze ook gebruikt worden, zal daarna in het kort worden geschetst welke rol intermediairs spelen, met daarbij vooral aandacht voor institutionele beleggers, banken en beurzen. Tot slot zal worden aangegeven waarom een goede regulering van de gehele keten van externe corporate governance van groot maatschappelijk belang is. Deze analyse zal her en der met recente voorbeelden uit de praktijk worden geïllustreerd.

3.2 De kernvraag van corporate governance

Beursgenoteerde ondernemingen opereren juridisch als naamloze vennootschappen. Die rechtspersoon brengt een scheiding aan tussen eigendom en bestuur.¹² De kern-

¹² De OECD Principles on corporate governance stelden in 1999 reeds: "Corporate governance essentially focuses on the problems that result from the separation of ownership and control, and addresses in particular the principal-agent relationship between shareholders and directors." In de herziene versie van 2004 werd deze uitspraak in de preambule herhaald, maar genuanceerd met de toevoeging: "However, this is not simply an issue of relationship between shareholders and management."

vraag op het gebied van corporate governance is hoe de eigenaars zich ervan kunnen verzekeren dat de directie van die vennootschappen zo goed mogelijk in hun belang handelt, geen verkeerde investeringen doet en zorgt voor een optimaal rendement op het vermogen. Kortom, de vraag is hoe die aandeelhouders het management kunnen controleren.¹³ Niet dat ze op de stoel van het management willen gaan zitten, maar ze moeten wel in kunnen grijpen als het in hun ogen niet goed gaat met “hun” onderneming.¹⁴ Of tenminste kunnen beoordelen of het ondernemingsbeleid aan zijn doelstelling heeft beantwoord en voldoet aan de door hen gestelde rendements- en risico-eisen.¹⁵

Bij beursgenoteerde ondernemingen is dat voor aandeelhouders moeilijker dan bij niet genoteerde vennootschappen, vooral vanwege de spreiding van het aandelenbezit die inherent is aan beursnotering. Die spreiding maakt van de algemene vergadering van aandeelhouders een weinig samenhangend gezelschap, dat door zijn gebrek aan organisatie en samenhang niet voldoende in staat is controle uit te oefenen.¹⁶

Bestaat er een dominante aandeelhouder die wel de mogelijkheid heeft om controle uit te oefenen dan speelt een afgeleide corporate governance vraag. Namelijk hoe de andere aandeelhouders voorkomen dat de dominante aandeelhouder meer voordelen aan de onderneming weet te onttrekken dan waartoe hij alleen op basis van zijn percentage aandelen gerechtigd is. Een – in Nederland – onderbelicht vraagstuk,¹⁷ waar we in de conclusie aan het slot van dit betoog nog op terug zullen komen.

Om de gewenste controle te kunnen uitoefenen hebben aandeelhouders in de eerste plaats juiste, voldoende en tijdige informatie nodig. Daarom hebben beursgenoteerde ondernemingen meer verplichtingen tot het geven van informatie dan niet beursgenoteerde ondernemingen en is er behoefte aan verificatie van de verstrekte informatie. Het verwondert dan ook niet dat de eerste commissie die zich bewoog op het terrein van corporate governance zich in 1991 in het Verenigd Koninkrijk onder leiding van Sir Adrian Cadbury, richtte op de “financial aspects of corporate governance” en met name op de rol van de accountant. Een decennium later zijn ook de eerste hoofdstukken van de befaamde Amerikaanse Sarbanes Oxley wet gericht op het functioneren van de accountant. En de Nederlandse Corporate Governance Code (2003), opgesteld nadat het vertrouwen van beleggers door enkele schandalen was aangetast, onderscheidt zich mede van de - in goede tijden op de beurs- opgestelde 40 aanbevelingen van de Commissie Corporate Governance (1997), door de extra aandacht die zij geeft aan de

13 Andrei Schleifer and Robert W. Vishny, A Survey of Corporate Governance (1997) *Journal of Finance* (52/2) p 737-783.

14 “Het gaat er niet zozeer om dat de aandeelhoudersvergadering het beleid en de strategie van de onderneming bepaalt, maar dat zij kan ingrijpen indien zij meent dat het beleid en de strategie van de ondernemingsleiding falen,” aldus M. Tabaksblat in “Corporate governance: een ondernemingsvisie.” *Ondernemingsrecht* 1999-2, p 43-46.

15 Handboek Corporate Governance, Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (2003), p 20.

16 Een ontwikkeling die al gesignaleerd werd door Thorstein Veblen in zijn “Absentee Ownership” (1923) en in diens voetspoor door het veel vaker geciteerde onderzoek van Adolf Berle and Gardiner C. Means: “The modern corporation and private property” (1932).

17 L. Timmerman en A. Doorman, Rights of Minority Shareholders in the Netherlands. (2002): “Historically, the position of shareholders in Dutch companies has been rather weak (...) the weakness of the position of shareholders has made it unnecessary to direct special attention to the position of minority shareholders. A consequence of this is that minority protection has never before been an important issue in Dutch company law.”

rol van de accountant.¹⁸ Regel- en wetgeving geïnitieerd door beurschandalen, richt zich immers allereerst op de vraag, hoe het komt dat de juiste informatie blijkbaar niet beschikbaar was.

Intern, binnen de onderneming, leidde dat tot een verzwaring van de taak van de audit commissies binnen de raad van commissarissen. De eerste externe schakel in de keten van corporate governance, die door de boekhoudschandalen in het middelpunt van de belangstelling kwam te staan, was de accountant, omdat veel beleggers er vanuit gingen dat die verantwoordelijk was voor de juiste financiële verslaggeving, hét communicatiemiddel tussen de beursgenoteerde onderneming en de financiële markten. “We hebben de laatste jaren geleerd dat de “eigenlijke waakhonden” op het gebied van de financiële verslaggeving - de commissarissen en de accountants - niet of niet op tijd blaffen op het moment dat het mis ging. Zij hebben blijkbaar een externe pitbull nodig om hen extra te motiveren op tijd te blaffen.”¹⁹ Dat bij het Enron-schandaal de accountantsfirma Arthur Andersen sneuvelde mag dus alleen verbazen omdat er geen bewijs is dat de prestaties van deze firma significant afweken van die van de collega's.²⁰ In ieder geval verbaast het niet dat in het verlengde van de accountant de beleggingsanalist na de meest recente kentering van de aandelenkoersen bij het brede publiek de gebeten hond was.²¹ In vakkringen rees bovendien ook kritiek op de rol van “rating agencies”, die verder gaan dan de accountant en ook een oordeel vellen over de kwaliteit van de verhandelbare schuldpapieren van grote ondernemingen.

3.3 Disciplineringsmechanismen

Aangezien buiten kijf staat dat beleggers recht hebben op transparantie zullen wij er in dit betoog vanuit gaan dat beleggers tijdig de juiste informatie kunnen verkrijgen die ze nodig hebben. De eerste vraag die vervolgens rijst is dan: hoe kunnen beleggers controle uitoefenen? Daartoe bestaan verschillende mechanismen. Deze zogenaamde disciplineringsmechanismen zijn in drie categorieën onder te verdelen:²²

18 Van de veertig aanbevelingen van commissie Peters in 1997 richtten twee zich tot de accountant. Aanbeveling 36 stelde: “De accountantscontrole van de jaarrekening vormt een van de hoekstenen van een goed systeem van corporate governance” en aanbeveling 37 zei: “De raad van commissarissen of de audit commissie houdt tenminste eenmaal per jaar een bespreking met de externe accountant.” De commissie Tabaksblat wijdde in 2003 het hele laatste hoofdstuk van de code aan “De audit van de financiële verslaggeving en de positie van de interne audit functie en van de externe accountant”.

19 Minister Zalm in een toespraak op 16 december 2003 ter gelegenheid van de Ernst & Young Verzekeringsdag. Hij voegde daar aan toe: “Om die reden maakt het kabinet wetgeving op het gebied van extern onafhankelijk toezicht op accountants en financiële verslaggeving.” We zullen de accountant als schakel in de corporate governance keten in dit artikel verder buiten beschouwing laten.

20 Theodore Eisenberg and Jonathan R. Macey: Was Athur Andersen Different?: An Empirical Examination of Major Accounting Firms' Audits of Large Clients. Yale Law School, Center for Law Economics and Public Policy Research Paper no 287 (2003).

21 In maart 2003 betaalden de Amerikaanse effectenhuizen een aflat in de vorm van een schikking (global settlement) van \$ 1,4 miljard met de Newyorkse officier van justitie Eliot Spitzer voor op dit gebied begane misstappen. Een ander interessant voorval was de boete van € 30 miljoen die Morgan Stanley in Frankrijk kreeg opgelegd omdat analyse van LVMH te negatief zouden zijn geweest, omdat de effectenbank een goede relatie met een concurrent van die onderneming onderhield.

22 Paul Gompers cs, Corporate Governance and Equity Prices. NBER Working Paper 8449 (2001).

- I. wettelijke rechten van aandeelhouders
- II. toezicht door daartoe aangestelde personen (in Nederland commissarissen)
- III. overname

Geen van deze drie mechanismen functioneert echter optimaal. Vijandige overnames belichamen misschien wel de enige echte tucht van de markt, maar de overnamemarkt is een mechanisme dat pas in de uiterste nood in werking treedt en door zijn aard destructief kan zijn. Bovendien kunnen ondernemingen zich op tal van wijzen afschermen van de werking van deze markt. En de beschermingsconstructies die zij daartegen inzetten, verstoren ook als er geen overname dreigt de machtsbalans binnen de onderneming. Pogingen om overnames makkelijker mogelijk te maken stranden echter veelal, zowel op landelijk als op grensoverschrijdend niveau. De Nederlandse Corporate Governance Commissie stelde in zijn rapport van december 2003 nog: “Wil de algemene vergadering van aandeelhouders een volwaardige rol kunnen spelen in het systeem van “checks and balances” in de vennootschap dan zal het vraagstuk van de toetsbaarheid van beschermingsconstructies ter hand moeten worden genomen.” Maar over een Nederlands wetsvoorstel dienaangaande uit 1997 had de Tweede Kamer zich toen nog steeds niet uit durven spreken. Het verlossende woord moest uit Brussel komen en dat kwam pas in 2004.²³

Het tweede mechanisme, goed intern toezicht, uitgeoefend door “*non executive directors*” in een “*one tier board*”, of door commissarissen in een “*two tier board*”, is in juridische zin moeilijk te definiëren. In economische zin heeft dit toezicht een wankel grondslag omdat de toezichthouders zelden een financiële motivatie hebben om hard op te treden.²⁴ Hoewel bij het beloningsbeleid van managers financiële prikkels als onontbeerlijk worden beschouwd, bestaat opmerkelijk genoeg in Nederland grote weerstand tegen het geven van financiële prikkels aan toezichthouders. Sterker nog: toezichthouders die wel een financiële motivatie hebben, worden als tweederangs beschouwd. Een commissaris die de belangen van een grootaandeelhouder behartigt, wordt als niet onafhankelijk gedefinieerd in de Nederlandse Corporate Governance Code, die in deze geen onderscheid maakt tussen onafhankelijkheid ten opzichte van de raad van bestuur (nodig voor goed toezicht) en onafhankelijkheid ten aanzien van andere partijen.

Geen wonder dat over een finale definitie van onafhankelijkheid nog veel haren moeten worden gekloofd. In de ambtelijke krochten van de Europese Unie wordt naastgeconsulteerd in de zoektocht naar heldere criteria van onafhankelijkheid van commissarissen.

In Nederland is het dogma dat commissarissen niet uitsluitend het belang van aandeelhouders behartigen²⁵ vlak na de Tweede wereldoorlog in de jurisprudentie

²³ Op 20 mei 2004 werd vele jaren na het eerste ontwerp de definitieve versie van de Europese overnamerichtlijn van kracht, wat betekent dat lidstaten hun regelgeving aan die richtlijn moeten aanpassen. Deze richtlijn stelt minimumgaranties ter bescherming van de belangen van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen die te maken krijgen met een overnamebod of een sluipende overname.

²⁴ Zie hierover bijvoorbeeld in *The Economist* (18 maart 2004) de artikelen “No more Mr Nice Guy” (over de gevaren van collegialiteit) en “Where’s all the fun gone” (waarin wordt beschreven dat strakkere eisen aan commissarissen niet impliceren dat ze hun taak beter kunnen vervullen).

²⁵ Het leerstuk van het zogenaamde “vennootschappelijk belang”.

gesloten²⁶ en later in de structuurwet werd vastgelegd: Commissarissen treden in grote ondernemingen niet langer op als mandatarissen van de aandeelhouder. Terwijl in zuidelijk van hier gelegen Europese landen een aandeelhouder als hij 5 of meer procent van de aandelen houdt, een commissarisplaats opeist. Net zoals participatiemaatschappijen of andere aandeelhouders in Nederland bij niet genoteerde vennootschappen doen.

Ondanks hun gebrek aan motivatie in economische zin, ziet het kabinet ook nu nog de raad van commissarissen als het “eerstelijns toezicht” op het bestuur van een beursgenoteerde onderneming. De algemene vergadering van aandeelhouders bedeeft zij het “tweedelijns”toezicht toe.²⁷ Al moest het kabinet de in 1999 nog uitgesproken stelling “Sterk punt van het Nederlandse systeem is een sterke, onafhankelijke raad van commissarissen”²⁸ laten vallen, nadat praktijkgevallen na 1999 twijfel aan de toezichhoudende kwaliteiten van commissarissen hadden doen rijzen. Met name werd betwijfeld of commissarissen wel onafhankelijk genoeg waren van de managers op wie ze toezicht moesten houden. Dat gebrek aan onafhankelijkheid was de makke van het zogenaamde “old boy network”.²⁹

Binnen dat toezicht op de raad van bestuur zijn drie deelterreinen te onderscheiden, waarbij het juist van het allergrootste belang is dat commissarissen afstand nemen en houden van de managers op wie zij toezicht uitoefenen. Dit zijn:

- de audit-functie (het toezicht op de financiële rapportage)
- het benoemen van nieuwe managers
- het vaststellen van de beloning van die managers.

De afgelopen jaren, toen het vertrouwen in het toezicht door commissarissen als disciplineringsmechanisme taande, rees de roep tot aandeelhouders om meer gebruik van hun rechten te maken. Deze herwaardering van dit disciplineringsmechanisme had in Nederland, waar aandeelhoudersrechten verder waren uitgehold dan in de meeste andere Westerse landen,³⁰ echter pas zin door die aandeelhouders eerst enkele rechten (terug) te geven. Deze rechten liggen juist op die gebieden waar de onafhankelijkheid van het interne toezicht door commissarissen extra noodzakelijk is: deels op het gebied van audit, maar meer op de gebieden benoeming en beloning.

Ten aanzien van audit had de Nederlandse regelgeving eerst een vreemde bocht gemaakt, met de door de commissie Peters (1997) aanbevolen invoering van een auditcommissie van de raad van commissarissen. Binnen het in de Verenigde Staten en het

26 H.J.M.N. Honée, *Commissarissen, gezanten uit Niemandland?* (1996).

27 Kabinetsreactie op de Nederlandse corporate governance code. FM 2004-00305 M, 1 maart 2004.

28 Kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance, 10 mei 1999.

29 Iets wat de wet ook niet van hen vraagt. Hier wrekt zich ook dat de raad van in het Nederlandse vennootschapsrecht een dubbele taak heeft. Enerzijds toezicht houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap, maar anderzijds wordt de raad geacht het bestuur met raad ter zijde te staan. Boek 2 BW art 57.2. Die verschillende taken vergen echter ons inziens elk een andere opstelling van commissarissen jegens de raad van bestuur.

30 Onder andere zichtbaar in beursgenoteerde certificaten zonder stemrecht en het relatief beperkte aantal onderwerpen dat goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders behoeft.

Verenigd Koninkrijk gebruikelijke one tier model, waar executive directors en non executives tezamen één orgaan (the board) vormen, was een separate audit commissie zinvol, ter scheiding van toezicht op en uitvoering van het beleid. Dan valt vervolgens te bepalen dat alleen toezichthoudende non executives deel uit mogen maken van die audit-commissie. Binnen een reeds puur toezicht houdende raad van commissarissen in het Nederlandse two-tier model, verandert een audit-commissie niets aan de scheiding van toezicht en uitvoering.

Er waren dus nadere maatregelen nodig. Zo valt ten opzichte van audit op dat waar het rapport van de commissie Peters (1997) voorschreef dat de raad van commissarissen tenminste eenmaal per jaar een bespreking houdt met de externe accountant (aanbeveling 37), de commissie Tabaksblat (2003) als best practice bepaling V.2.1. stelt: “De externe accountant kan over zijn verklaring omtrent de getrouwheid van de jaarrekening worden bevraagd door de algemene vergadering van aandeelhouders. De externe accountant woont derhalve deze vergadering bij en is daarin bevoegd het woord te voeren.” Aandeelhouders krijgen zo een toegang tot de accountant, die voorheen aan commissarissen was voorbehouden.

Op het gebied van benoeming en ontslag van commissarissen krijgen aandeelhouders (en ondernemingsraad) binnen structuurvennootschappen nu meer te zeggen. Bij alle beursgenoteerde vennootschappen vindt de Nederlandse Corporate Governance Code dat bindende voordrachten moeten kunnen worden doorbroken.³¹

Ten aanzien van beloning krijgt bij iedere vennootschap de algemene vergadering het recht het bezoldigingsbeleid voor bestuurders vast te stellen en een goedkeuringsrecht voor optie- en aandelenplannen.

Deze nieuwe rechten die in Nederland aan aandeelhouders worden gegeven op het gebied van audit, benoeming en beloning, waren allemaal taken die voorheen aan de raad van commissarissen waren toebedeeld en waarvan de wetgever dus blijkbaar vond dat de commissarissen die niet optimaal uitoefenden. Het is immers niet geheel logisch dat deze belangrijke bevoegdheden, die om een onafhankelijke opstelling vragen, door de wetgever worden overgeheveld van het (in kabinetstermen) “eerstelijns” toezicht naar het “tweedelijns” toezicht op het bestuur.

Die tweede lijn, de algemene vergadering, heeft bovendien een goedkeuringsrecht gekregen voor majeure zaken als acquisities, joint-ventures en desinvesteringen, nadat onder andere de gang van zaken bij HBG had laten zien, wat er kon gebeuren als commissarissen aandeelhouders te weinig bij dergelijke besluiten betrokken. Ook hier is het duidelijk de bedoeling dat de aandeelhouders vanuit de tweede lijn een controlerende functie uitoefenen.

De regelgeving gaat er wel van uit dat het initiatief bij het bestuur van de onderneming moet blijven liggen en dat de aandeelhouders vervolgens moeten kunnen toetsen of ze het met die initiatieven eens zijn. Slechts op een enkel punt is het recht van initiatief van aandeelhouders uitgebreid. Maar aan die initiatiefrechten worden - vrij wille-

³¹ Best practice bepaling IV.1.1 stelt dat dit moet kunnen bij volstreekte meerderheid. Aan deze meerderheid mag nog wel de eis worden gesteld dat zij (maximaal) een derde van het kapitaal vertegenwoordigt, maar zijn zoveel aandeelhouders niet vertegenwoordigd dan kan een nieuwe vergadering besluiten zonder quorums.

keurige ogende - grenzen gesteld. Zo geldt het agenderingsrecht alleen voor houders van 1% van de uitstaande aandelen of een beurswaarde van € 50 miljoen.³² De hoogte van deze drempel werd in de memorie van toelichting laconiek gemotiveerd met de mededeling “door het investeren van een dergelijk bedrag toont een aandeelhouder naar ons oordeel een zekere verbondenheid met de vennootschap.”³³ Niet alleen verbaast het dat de ministers verbondenheid in geld konden uitdrukken, ook zal het in de praktijk zo zijn dat in hun ogen alleen individuele aandeelhouders met een inkomen ruim boven het modale, zich met een vennootschap verbonden kunnen voelen.³⁴

3.4 De rechten van de aandeelhouders

Op basis van recente en in behandeling zijnde wetswijzigingen, hebben aandeelhouders in Nederlandse beursfondsen, de rechten die ze nodig hebben om hun rol te spelen op het gebied van corporate governance. Aandeelhoudersrechten houden volgens de OECD³⁵ immers in:

- Het recht op veilige methoden van registratie van eigendom
- Het recht aandelen over te dragen
- Het recht relevante en materiële informatie over de onderneming op een tijdige en reguliere basis te ontvangen
- Het recht deel te nemen aan en te stemmen in de algemene vergadering
- Het recht bestuurders te kiezen en te ontslaan
- Het recht op een deel van de winst van de onderneming

Daarnaast hebben aandeelhouders volgens de OECD het recht deel te nemen aan en voldoende geïnformeerd te worden over, besluiten betreffende fundamentele veranderingen in de onderneming, zoals:

- statutenwijzigingen of andere documenten die het bestuur van de onderneming betreffen
- de uitgifte van nieuwe aandelen
- buitengewone transacties, waaronder de verkoop van alle of een belangrijk deel van de activa dat in feite de verkoop van de onderneming betekent.

Met deze rechten in de hand, worden aandeelhouders geacht ze ook uit te oefenen, omdat de consensus is ontstaan dat die aandeelhouders een belangrijke rol hebben te

³² Wetsvoorstel artikel 2:114a BW (nieuw). De wet legt de limiet ruim 200 maal hoger dan de Commissie Peters (1997). Die stelde in zijn aanbeveling 30 de grens bij 1% of een beurswaarde van 500.000 gulden (€ 226.890,10). Maar aandeelhouders kunnen terecht bij de Ondernemingskamer als ze 10% van het totaal vertegenwoordigen of aandelen met een nominale waarde van € 225.000.

³³ Kamerstukken 2001/2002 28 179 nr 3.

³⁴ Maar aandeelhouders zijn bij de Ondernemingskamer ontvankelijk als ze 10% van het totaal vertegenwoordigen of aandelen met een nominale waarde van € 225.000. Ook al is in dat laatste geval hun betrokkenheid volgens de ministers in de praktijk niet aangetoond.

³⁵ OECD Principles of Corporate Governance (herziene versie 2004). Naast deze rechten neemt de OECD nog andere “key ownership functions” op, die hier onbesproken zullen blijven.

vervullen. Dat is geen nieuwe opvatting, maar een hervonden inzicht. Minister Nelissen schreef in 1910 in de Memorie van Toelichting bij een (niet aanvaard) voorstel tot wijziging van het vennootschapsrecht:

“In het feit dat veelal aandeelen worden genomen in volslagen onkunde van de grondregelen der onderneming; in het feit dat men aandeelen neemt, hetzij bij inschrijving van de vennootschap zelve, hetzij bij aankoop ter beurse, alleen gedreven door de hoop op hoge dividenden, zonder er aan te denken dat een aandeelhouder jegens de vennootschap, jegens mede-aandeelhouders, verplicht is ervoor te waken dat de algemeene vergaderingen, bijeengeroepen ter behandeling van de belangrijkste aangelegenheden, iets anders zijn dan schijnvertooningen, feitelijk louter vergaderingen van bestuurders en commissarissen alleen.

Zolang een aandeel in eene naamlooze vennootschap als eene deelneming in eene loterij wordt beschouwd, heeft men het voor een groot deel zich zelve te wijten, indien op dit lot een “niet” komt te vallen.

Waar de aandeelhouders zich onverschillig jegens de onderneming betoonen, en alleen energie aan den dag leggen bij het afknippen van den dividend-coupon, daar wordt de verleiding voor de bestuurders te zwaar. Een gezond vennootschapswezen is onbestaanbaar zonder de belangstelling en medewerking, binnen den kring hunner natuurlijke bevoegdheid, van aandeelhouders zelve.”

Toch hebben aandeelhouders bij beursfondsen in de tussenliggende eeuw, niet al te veel “belangstelling en medewerking” getoond. Absenteïsme is de term die het meest met de aandeelhouder wordt geassocieerd.

In het rapport *Monitoring Corporate Governance in Nederland (1998)* bevestigden bezoeken aan 159 aandeelhoudersvergaderingen dat de opkomst veelal beperkt was (en de opstelling van de aanwezige aandeelhouders meest “bescheiden”). Ook het in 2003 in opdracht van het Ministerie van Financiën verrichte onderzoek “Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1998-2002”³⁶ schetst een somber beeld. Blijkbaar is eigenbelang, voor economen zo’n belangrijke drijfveer, niet voldoende om aandeelhouders tot actie aan te zetten. Dat roept bij wie zorg heeft om een “gezond vennootschapswezen” de vraag op welke redenen er toch bestaan dat aandeelhouders zo weinig gebruik maken van hun rechten.

3.5 De rol van intermediairs tussen onderneming en financiële belanghebbenden

Mogelijk ligt die reden in het feit dat aandeelhouders niet meer zijn wie zij vroeger waren. Een beursgenoteerde onderneming verschilt niet alleen van een “gewone” onderneming door zijn grote aantal aandeelhouders.³⁷ Maar ook omdat er zich vele intermediairs bewegen tussen de juridische entiteit vennootschap en degenen bij wie uiteindelijk de waardetoevoeging die in economische zin de kern van ondernemen uitmaakt,

³⁶ Opgesteld door dr A. de Jong, prof dr G.M.H. Mertens en dr P.G.J. Roosenboom van de Erasmus Universiteit en bij brief van 3 november 2003 (FIN 03 -471) door de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer aangeboden.

terecht moet komen. Die laatsten zijn niet altijd de aandeelhouders (gedefinieerd als degene op wiens naam de effectenrekening staat, waar de aandelen op worden geboekt). Soms zijn het aandeelhouders van aandeelhouders, zoals bij beleggingsfondsen. Soms zijn het polishouders, zoals bij verzekeraars. Soms zijn het premiebetalers, slapers of pensioengerechtigden, zoals bij pensioenfondsen.

Bovendien hebben beursgenoteerde ondernemingen ondanks alle inspanningen onder de noemer “investor relations” in de praktijk nauwelijks contact met “hun” aandeelhouders. Zelfs geen directe financiële band.

Geen aandeelhouder koopt zijn aandeel rechtstreeks van de onderneming. Zelfs het dividend wordt meestal niet rechtstreeks door de onderneming aan de aandeelhouder overgemaakt. Houders van CF-stukken ontvangen het dividend door tussenkomst van de instelling waar de dividendbladen van hun aandelen zich op een bepaalde datum na kantoorsluiting bevonden. Alleen houders van gewone aandelen op naam, die in het register van gewone aandelen zijn ingeschreven, ontvangen van de vennootschap bericht over de hen toekomende uitkering. Maar dergelijke aandeelhouders zijn schaars.

Ook om zijn zeggenschapsrechten op de algemene vergadering te doen gelden hebben de meeste aandeelhouders (uitgezonderd de houders van aandelen op naam, die in het register van de vennootschap zijn ingeschreven) een verklaring van een bank nodig, waarin die bank aan de bank van de onderneming meedeelt dat de aandelen in bezit van zijn cliënt zijn.

Zoals de Nota Modernisering Ondernemings- en Vennootschapsrecht van 3 september 2004 terecht stelt: “In grote ondernemingen is veelal sprake van een afstand tussen (een deel) van de aandeelhouders enerzijds en bestuur en toezicht anderzijds”. Maar te weinig aandacht is er voor hoe en door wie die afstand wordt overbrugd.

Vanuit corporate governance oogpunt is van belang dat de intermediairs die zich tussen onderneming en uiteindelijke belanghebbenden bewegen, veelal andere belangen hebben dan die belanghebbenden zelf. En dat die belanghebbenden zelf in veel van de literatuur over corporate governance als aandeelhouders van de onderneming worden aangeduid, hoewel ze dat zelden formeel zijn.

Drie belangrijke intermediairs, die we in dit kader zullen beschouwen, zijn institutionele beleggers, banken en beurzen.

Institutionele vermogensbeheerders doen soms zaken met beursgenoteerde ondernemingen. Banken doen dat allemaal. Beursorganisaties hebben belang bij zoveel mogelijk omzet in aandelen van zoveel mogelijk genoteerde ondernemingen. Er is dus geen enkele reden om aan te nemen dat die intermediairs op het gebied van corporate governance de rol vervullen, die aan aandeelhouders wordt toegedacht, of aandeelhouders behulpzaam zullen zijn bij het uitoefenen van die rol.

Een oproep aan aandeelhouders in zijn algemeenheid om van hun rechten gebruik te maken, zoals minister Nelissen die in 1910 deed, is vandaag de dag dus onvoldoende

37 Een probleem waarvoor wel de aandeelhouderscommissie (met een eigen apparaat) is voorgesteld door prof. P.J. Vinken in de Naamloze Vennootschap 12 december 1996, opnieuw in Elan april 1998 en tenslotte in Elan, september 2003. Alsook door prof. mr drs H.P.J. Ophof: Apart orgaan medezeggenschap aandeelhouders is hard nodig. Ingezonden brief. Het Financieele Dagblad, 26 september 2003.

duidelijk geadresseerd en heeft daarom gereede kans om niet te komen.³⁸ Elvis Presley's "return to sender" zou het lijflied van beleidsmakers op het gebied van corporate governance kunnen worden, als dit vraagstuk niet wordt onderkend.

3.6 De rol van institutionele beleggers

Op de zogenoemde institutionele beleggers hebben wetgevende en uitvoerende machten meer greep dan op "gewone" particuliere aandeelhouders. Aanvankelijk werden deze instituten gezien als een belangrijke nieuwe machtsfactor in de keten van corporate governance. Alfred Berle stelde in 1959 dat de eerste grote verandering van de 20ste eeuw de opkomst was van het vennootschapssysteem met z'n scheiding tussen eigendom en management. Dit als gevolg van de schaalvergroting van ondernemingen. Maar hij zag ook een tweede tendens - de institutionalisering van het aandelenbezit - waardoor de aandeelhouder verder verwijderd raakte van de beursgenoteerde onderneming:

"Die tweede tendens, het gezamenlijk beheer van spaargelden op vrijwillige of gedwongen basis in financiële instellingen, leidt op dit ogenblik tot een gestage scheiding tussen de eigenaar (als de aandeelhouder nog met goed fatsoen een "eigenaar" kan worden genoemd) van het laatste beetje macht dat hem nog resteert - zijn stemrecht, bij de keuze van het management. In feite betekent dit dat de macht om raad van bestuur en management te benoemen verschuift van het management als zichzelf reproducerende oligarchie in de richting van een andere en opkomende groep van managers van pensioenfondsen, *mutual funds* en (in mindere mate) verzekeringsmaatschappijen."³⁹

Hoewel de eerste trend, de opkomst van het vennootschapssysteem, zich in de eerste helft van de 20ste eeuw duidelijk had gemanifesteerd, zoals Berle samen met Means had aangetoond, bleef die door hem verwachte tweede tendens, het verschuiven van de macht naar institutionele beleggers echter uit. Nooit is vastgesteld dat de institutionele beleggers de hen aangeboden zeggenschapsrechten ook grepen.⁴⁰

Daarvoor zijn verschillende oorzaken aan te wijzen. In de eerste plaats is dat de relatieve prestatiedoelstelling van veel institutionele beleggers. De opkomst van "index beleggen" sinds de jaren tachtig maakt dat institutionele beleggers nauwelijks meer geïnteresseerd zijn in de prestaties van individuele ondernemingen.⁴¹ Veel institutionele beleggers bieden hun klanten niet meer dan risicomijding in de vorm van een spreiding van hun beleggingen, die de instituten door hun omvang beter kunnen realiseren dan een individuele belegger. In de woorden van minister Nelissen kopen instituten heel veel

³⁸ Iets wat toentertijd overigens ook al werd onderkend: "De gemiddelde aandeelhouder in een NV is naar men weet dividendtrekker zonder meer. Hij streeft er volstrekt niet naar, denkt er zelfs niet aan, door zijn stemrecht invloed op de leiding der onderneming uit te oefenen. Het zou in den regel ook een vergeefsche moeite zijn." F.M. Wibaut, *De nieuwste ontwikkeling van het kapitalisme* (1913).

³⁹ Adolf Berle, *Power without property*. (1959) Aangehaald en vertaald in Dick Pels, *Macht of Eigendom* (1987).

⁴⁰ Zie bijv. Peter F. Drucker, *Reckoning with the Pension Fund Revolution*, *Harvard Business Review*, march-april 1991.

⁴¹ Louis Lowenstein, *What's wrong with Wall Street* (1988).

loten om te voorkomen dat een “niet” zware financiële gevolgen heeft. Maar zulk gedrag vermindert het aantal “nieten” niet.

Daarnaast hebben veel institutionele beleggers tegenstrijdige belangen.⁴² Ze verlenen vaak zowel diensten aan managers van beursfondsen als aan de mensen die uiteindelijk beleggen in die ondernemingen. Slechts zo nu en dan komen die conflicterende belangen naar buiten.

In augustus 2003, bijvoorbeeld, bestrafte de Amerikaanse SEC Deutsche Bank omdat deze belangenconflicten bij de betwiste fusie tussen Compaq en Hewlett Packard (HP) in maart van 2002 niet bekend had gemaakt. De investment banking afdeling van de bank zou \$ 2 miljoen verdienen als de fusie doorging. Deutsche Asset Management, die 17 miljoen aandelen HP beheerde, had op 15 maart besloten tegen de fusie te stemmen. Drie dagen later belde HP de investment banking afdeling, die de managers van de vermogensbeheerder bijeenriep voor een spoedontmoeting, waarop de vermogensbeheerders besloten hun stemgedrag te veranderen. Deutsche bleek bereid de SEC \$ 750.000 te betalen zonder schuld te bekennen.

Niemand minder dan minister Zalm van financiën wees er op dat soortgelijke praktijken ook in Nederland voorkomen. Hij zei: “Een aardig staaltje hiervan zagen we, als we de krantenberichten tenminste mogen geloven, bij de strijd om HBG. Het HBG-bestuur zou er niet voor terug hebben gedeinsd om onder dreiging van het verbreken van de lopende verzekeringscontracten een belangrijke verzekeraar te bewegen zich niet onder de rebellerende aandeelhouders te scharen.”⁴³

Overigens zijn de meningen verdeeld over de vraag of het goed of slecht is dat er geen macht naar institutionele beleggers verschoven is. Zo wordt wel eens de vraag gesteld of institutionele beleggers wel de bevoegdheid hebben om het stemrecht te gebruiken op de aandelen die zij beheren: “Wat is het mandaat van deze institutionele beleggers om ondernemingen hun gedachten over corporate governance en beleid voor te schrijven? Wie controleert deze institutionele beleggers?” vroeg de heer Tabaksblat zich nog af in 1999.⁴⁴

Dat was vier jaar voordat de commissie Tabaksblat institutionele beleggers aanspoorde hun zeggenschapsrechten te gebruiken. In de tussentijd was echter zowel van de zijde van de regelgevers als vanuit de beroepsgroep zelf, de roep luider gaan klinken om instituten hun aandeelhoudersrechten, in het belang van hun achterliggers, te doen gebruiken.

In maart 2001 constateerde een Britse overheidscommissie onder leiding van Paul Myners, dat het belang van professionele beleggers niet altijd strookt met het algemeen belang. Een van de tien actiepunten die hij voorstelde was dat pensioenfondsen actief gebruik moesten gaan maken van hun rechten. Maar alvorens hen daartoe te dwingen

⁴² A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang* (2003).

⁴³ Speech van minister Zalm “Institutionele beleggers en corporate governance: belegger of aandeelhouder?” Ter gelegenheid van het symposium Corporate Governance “an asset not a liability” van de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, Eindhoven, 9 januari 2002. Opvallend is dat de minister zich hiervoor moest baseren op krantenberichten in plaats van op de onderzoeksrapporten gelast door de Ondernemingskamer, die op 18 januari 2002 terzake uitspraak deed.

⁴⁴ *Ondernemingsrecht* 1999-2, p 46.

besloten regelgevers institutionele beleggers eerst te verplichten hun stemgedrag bekend te maken.

In september 2002 begon de SEC een consultatieronde over het voornemen om alle beheerders van beleggingsfondsen te verplichten aan hun klanten bekend te maken hoe ze hun stemrecht uitoefenden. Deze transparantie zou moeten voorkomen dat de beheerders van andermans geld in stilte vóór voorstellen van het management stemmen, ook als die niet in het belang van aandeelhouders zijn. De SEC ontving meer dan 2800 brieven waarin steun werd betuigd aan het voorstel, maar bezwaar werd aangetekend door het Investment Company Institute (ICI) de belangenbehartiger van deze fondsen die tezamen \$ 6.200.000 miljard beheren. Ook grote individuele vermogensbeheerders tekenden bezwaar aan. Maar op 14 april 2003 kwam het er toch van en verplichtte de SEC vermogensbeheerders hun stembeleid bekend te maken, alsook hoe ze in individuele gevallen stemmen.⁴⁵ Een maand later, op 21 mei 2003, publiceerde de Europese Commissie zijn actieplan waarin ook was opgenomen dat institutionele beleggers verplicht moesten worden hun stembeleid en de uitoefening van hun stemrecht in individuele gevallen bekend te maken.⁴⁶

De beroepsgroep zelf voelde duidelijk aan uit welke richting de wind waaide. De Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI) had in mei 2002 al een aantal bepalingen over hoe beheerders van beleggingsinstellingen zich als actieve aandeelhouders moeten opstellen gepubliceerd. Een jaar later, in mei 2003, heeft het International Corporate Governance Network (ICGN), wiens leden circa \$ 10.000 miljard beheren, een uitgebreidere code gepubliceerd met bepalingen voor institutionele beleggers die het corporate governance peil van de ondernemingen waarin zij beleggen op peil zouden moeten houden door stemmen op aandeelhoudersvergadering, het onderhouden van een constructieve dialoog met besturen van die ondernemingen, het in het beleggingsbeleid integreren van corporate governance analyse en het indienen van voorstellen op de agenda van aandeelhoudersvergaderingen. Ook wordt daarin voorgeschreven hoe de institutionele belegger verantwoording aflegt van zijn stemgedrag.

Waarop de FEFSI niet achterbleef en in september 2003 met een uitgebreidere eigen versie kwam. De hierboven geschetste trend was ook in Nederland te signaleren.

ING bestuurder A. Rinnooy Kan zei in april 2003 dat ING overweegt bij aandeelhoudersvergaderingen van andere ondernemingen gebruik te gaan maken van het stemrecht en twee maanden later maakte Robeco, de grootste Nederlandse beheerder van beleggingsfondsen, bekend zijn stemrechten te gaan gebruiken en zijn stemgedrag zal rapporteren aan de Robeco-beleggers die dat wensen.⁴⁷ Nog een stap verder ging een

45 Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, SEC.

46 Modernising Company Law and Enhancing Corporate governance in the European Union - A Plan to Move Forward, wat weer een antwoord was op het op 4 november 2002 door een High Level Group of Company Law Experts op verzoek van commissaris Bolkestein uitgebracht rapport getiteld "A modern regulatory framework for company law in Europe". In zijn antwoord stelde de Europese Commissie als actiepunt dat verbeterde openheid van institutionele beleggers over hun stembeleid op de middellange termijn (2006-2008) door middel van wetgeving (directive), moest worden geregeld.

47 En marktonderzoek leerde Robeco dat zijn cliënten daar zeer vóór waren. Sterker nog, ze dachten eigenlijk dat Robeco dat al lang deed.

jaar later verzekeraar Fortis. Bestuursvoorzitter A. van Rossum bood “namens alle verzekeraars” zijn excuses aan voor hun passieve opstelling bij de ondernemingen waarin zij de afgelopen jaren belegden.⁴⁸

Overigens heeft het uitoefenen van stemrechten een belangrijk internationale aspect dat vaak wordt vergeten. Nederlandse pensioenfondsen bijvoorbeeld zijn grote beleggers, maar zeker - sinds de invoering van de euro - niet in Nederlandse aandelen. Van hun totale middelen is ca 40% belegd in aandelen, daarvan weer 40% in Europa en daarvan weer circa 5% in Nederlandse ondernemingen. De corporate governance van Nederlandse ondernemingen raakt dus minder dan 1% van de beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen. De meeste stemmen kunnen deze Nederlandse instituten dus uitoefenen in het buitenland en omgekeerd zijn buitenlandse stemmen bij Nederlandse aandeelhoudersvergaderingen vaak doorslaggevend.

Wie wil stemmen over de grens (cross border voting) ontmoet echter vele hindernissen op zijn pad. Prof. J. Winter analyseerde die in 2000 in zijn oratie.⁴⁹ Hij meende dat er een Europese richtlijn moest komen die het iedere intermediair die voor anderen een effectenrekening beheert, verplicht die andere in de gelegenheid te stellen hun stemrechten uit te oefenen. Dat zou volgens hem prioriteit moeten krijgen binnen het Financial Services Action Plan van de EU. Maar een in mei 2003 door ICGN gepubliceerde studie, liet zien dat dat nog niet was opgeschoten.⁵⁰ De belangrijkste bevindingen waren dat er grote verschillen zijn in de hoeveelheid, en tijdigheid van informatie in jaarverslag, oproepen en agenda voor algemene vergaderingen en in de tijd die aandeelhouders hebben om hun stemmen uit te oefenen. De verspreiding van stemformulieren en het overbrengen van steminstructies worden geregeld door private overeenkomsten tussen intermediairs, overeenkomsten die ondoorzichtig en niet afdwingbaar zijn. In verschillende landen belemmeren moeizame procedures om aandelen te blokkeren aandeelhouders bij hun stemrecht. Er is geen betrouwbaar systeem om te kunnen controleren of steminstructies zijn aangekomen. Er bestaat geen overeenstemming over hoe een wereldwijd systeem van publicatie en stemmen gereguleerd kan worden en wie de kosten zou moeten dragen. John Wilcox, de voorzitter van de commissie van de ICGN die het onderzoek had uitgevoerd zei in zijn toelichting op de resultaten:

“Global standards of corporate governance have gained widespread acceptance in recent years, but the mechanics of governance have not kept pace. Share voting is a primary governance mechanism, and this study reveals that as a practical matter accountability is far from assured. I urge companies, regulators, stock exchanges, intermediaries and service providers to coordinate efforts to develop timely and efficient procedures, to upgrade disclosure documents and to facilitate voting.”

De wereld is een stuk gecompliceerder geworden, sinds minister Nelissen in 1910 zijn oproep aan aandeelhouders deed. Zelfs aandeelhouders die willen stemmen kunnen dat

48 Zo rapporteerde NRC Handelsblad van een congres gehouden aan de Erasmus Universiteit op 20 april 2004.

49 J.W. Winter, Grensoverschrijdend stemmen (2000).

50 Cross Border Proxy Voting, Case Studies from the 2002 Proxy Voting Season. ICGN (2003).

niet altijd. Principe IV.1 uit de Nederlandse Corporate Governance Code stelt:

“Goede corporate governance veronderstelt een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders. Het is in het belang van de vennootschap dat zoveel mogelijk aandeelhouders deelnemen aan die besluitvorming. De vennootschap stelt, voor zover het in haar mogelijkheid ligt, aandeelhouders in de gelegenheid om op afstand te stemmen en met alle (andere) aandeelhouders te communiceren.”

Maar juist omdat er zo'n lange keten van intermediairs opereert tussen de vennootschap en de aandeelhouder is dit is nog lang niet altijd mogelijk. Het vergt internationale wetgeving om hierin verandering te brengen.⁵¹ Want de vergadering van aandeelhouders in een beursvennootschap is van een groep personen die samen een onderneming drijft inmiddels uitgegroeid tot een zeer vluchtige, internationale en multiculturele samenleving, waarvan de inwoners conflicterende opvattingen en belangen hebben.

3.7 De rol van banken

Tussen ondernemingen en beleggers bevinden zich, zoals gezegd, vrijwel altijd banken. Zeker als een onderneming voor het eerst naar de beurs komt, speelt de bank een belangrijke intermediaire rol. Een rol, die niet onomstreden is. Plaatsing van nieuwe aandelen bij een beursgang, oftewel een initial public offering (IPO), is een vak waar banken een hoge prijs voor vragen en krijgen.⁵² Toewijzing van die aandelen geschiedt veelal op ondoorzichtige wijze. Nieuwe aandelen genereren veelal overmatig hoge rendementen in de eerste weken van de handel, mede omdat de begeleidende banken de koers ondersteunen.⁵³ De banken kunnen door die aandelen aan bevriende relaties toe te wijzen dat waardeverschil gebruiken om nieuwe zaken te verkrijgen.⁵⁴ Onlangs is bankier Frank Quattrone van Credit Suisse First Boston, in dat verband in Californië veroordeeld.⁵⁵ De Vereniging Effectenbezitters, die vermoedde dat dit soort praktijken ook in Nederland schering en inslag was, opende daarom eind 2002 al een speciaal meldpunt (www.emissiefraude.nl).

51 Juist ter facilitering van principe IV.1 doet de Commissie Tabaksblat dan ook tal van aanbevelingen aan de wetgever, die het daadwerkelijk naleven van dit principe mogelijk moeten maken. Urgentie spreekt uit de oproep om een Europese richtlijn hierover uiterlijk onder Nederlands voorzitterschap (tweede helft 2004) af te ronden.

52 De toegangsprijs tot de publieke markt is een paar procent van de prijs van de aangeboden aandelen. Veelal beduidend meer dan een jaar dividend. En een veeg teken is dat voor toegang tot de Amerikaanse markt meer wordt betaald dan voor die in Europa.

53 Judith S. Ruud, Another View of the Underpricing of Initial Public Offerings. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Spring 1991, p 83-85.

54 Een richtlijn die dit tegengaat is per 1 mei 2004 uitgevaardigd door de Financial Services Authority in the UK voor alle effectenbanken die daar opereren en bleek blijkbaar zo goed, dat Goldman Sachs deze onmiddellijk opnam in een per 20 april uitgevaardigd eigen reglement voor al zijn medewerkers in de hele wereld getiteld "Policy on Distribution of Securities." (*Wall Street Journal*, 7 mei 2004).

55 Eind 2001 had de bank al een schikking met de SEC gesloten voor \$ 100 miljoen. Veel minder aandacht kreeg het feit dat in Nederland de AFM ABNAmro beboette onder meer voor de wijze waarop de bank de koers van World Online bij de beursgang steunde. De AFM was ook van mening dat de bank een misleidende voorstelling gaf door de handel te beginnen op een koers ver boven de uitgiftekoers. In 2001 kreeg Fortis Bank een boete voor haar rol bij de beursgang van Via Networks. In de Verenigde Staten schikte J.P. Morgan met de SEC voor € 25 miljoen vanwege dubieuze toewijzing van aandelen bij beursgangen.

Al eerder was publiek geworden dat enkele bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland deel mochten nemen in het “friends and family” programma waarin deze bevoorrechten bij de emissie van World Online voorrang kregen.

Vanuit corporate governance oogpunt is dit vraagstuk vooral van belang, voor zover de privé-belangen van managers van beursfondsen langs deze weg prevaleren boven de belangen van aandeelhouders in de ondernemingen die zij besturen.⁵⁶

Maar als die ondernemingen eenmaal goed en wel genoteerd zijn, is de bemoeienis van de banken niet afgelopen, integendeel dan begint het spel pas echt. De handel in vennootschappen of delen daarvan kan ver verwijderd raken van de economische activiteiten die ondernemingen ontplooiën.⁵⁷ Niet altijd zijn die transacties in het belang van aandeelhouders. Banken spelen daarbij een grote rol en niet alleen door het geven van zogenaamde “fairness opinions”.⁵⁸

“Investment Banks zijn verworpen tot makelaars in ondernemingen. (...) De overnamegolf van de tweede helft van de jaren negentig was waardevernietigend voor de aandeelhouders.”⁵⁹

Bovendien kunnen banken meewerken aan financiële constructies, die beleggers het zicht op hun ondernemingen ontnemen. “Special purpose vehicles werkten versluierend maar creëerden wel business voor rating agencies en banken.”⁶⁰ Dat werd gezegd naar aanleiding van Enron, maar eind 2003 kwam aan het licht dat ook het Italiaanse Parmalat-concern een veel te optimistische kijk zijn financiële positie had weten te geven, mede dankzij door banken gefaciliteerde *off shore* constructies.⁶¹ De wetenschap dat iedere vooraanstaande bank wel een afdeling *structured finance* bezit, doet de vraag rijzen of banken niet structureel meewerken aan activiteiten welke haaks staan op de in het kader van corporate governance gewenste transparantie bij beursvennootschappen.

Een andere problematiek dan het meewerken aan transacties die de financiële gezondheid van de onderneming misleidend voorstellen, betreft de transacties die banken doen met bestuurders van ondernemingen in privé, in de hoop daaruit zakelijke voordelen te putten. Die transacties betreffen niet alleen, zoals eerder gesteld, toewijzing van nieuwe aandelen bij beursintroductions, maar ook meer reguliere transacties. De omvang van deze problematiek mag niet worden onderschat.

56 Best practice bepaling II.2.6 van de Nederlandse Corporate Governance Code stelt dat bestuurders intern tenminste één maal per kwartaal veranderingen in hun bezit aan effecten in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen moeten melden. De ratio achter deze bepaling, zou een nadere toelichting verdienen.

57 Thorstein Veblen, *The theory of business enterprise* (1912).

58 De Newyorkse officier van justitie Eliot Spitzer riep andere toezichhouders op die praktijk eens te onderzoeken omdat hij daar zelf geen mankracht voor beschikbaar had. (*Financial Times* 5 maart 2003). Pas in juni pakte de National Association for Securities Dealers (NASD), een voornamelijk zelfregulerende organisatie, deze handschoen op en begon een onderzoek naar de provisos, methoden en mogelijke belangenconflicten verbonden met fairness opinions. (*Wall Street Journal*, 11 juni 2004).

59 Jean Frijns, directeur ABP Vermogensbeheer: Ondernemingen en codes voor ondernemingsbestuur als product van hun tijd. Presentatie symposium Stichting Corporate governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, Rotterdam, 27 augustus 2003.

60 Ibid.

61 De Amerikaanse senaat verzocht toezichhouders in januari 2003, naar aanleiding van een onderzoek naar het Enronschandaal, om voorstellen om “investment banks” te dwingen tot scherper toezicht op “structured finance” transacties. Op 14 mei 2004 publiceerde een speciale “task force” van de SEC en enkele toezichhouders op financiële instellingen voorstellen om het bankiers moeilijker te maken tegen toezichhouders of aandeelhouders te verklaren dat ze niet wisten dat hun speciale producten voor snode plannen werden gebruikt. (*Financial Times*, 17 mei 2004).

Mede hierom bleek in mei 2004 Citigroup Inc. bereid een schikking van \$ 2,65 miljard te betalen in een dispuut met enkele aandeelhouders en obligatiehouders van WorldCom. De bank maakte tevens bekend de voorziening voor juridische aansprakelijkheden met \$4.95 miljard na belasting (\$ 0,95 per aandeel) te verhogen in verband met Enron en andere corporate governance controversies. “We hebben ongeveer een kwartaalwinst uitgegeven om dit hoofdstuk in onze geschiedenis af te sluiten, vertelde CEO Charles Prince analisten: Wat ik heb gedaan is een verzekeringspolis voor \$ 1,64 miljard na belasting afsluiten tegen het rollen van een dobbelsteen voor een jury over een claim van \$ 54 miljard.”⁶²

Belangenconflicten waar banken mee te maken hebben betreffen niet alleen situaties waarin de bank zowel zaken doet met de bestuurder in privé als met de onderneming die hij leidt. Andere disputen waar de banken op het gebied van corporate governance mee te maken hebben, betreffen financiële herstructureringen, waarbij de belangen van kredietverleners, obligatiehouders, houders van preferente en van gewone aandelen altijd sterk uiteenlopen.⁶³

In Nederland zagen we in dit kader het aftreden van de heer Kalf (lid van de Nederlandse corporate governance commissie) als commissaris bij ABNAMro toen deze bank doende was met de begeleiding van de financiële herstructurering van Hagemeyer, waar de heer Kalf president commissaris was, mogelijk te maken. Ook spelen zaken als de financiering van de stichtingen die beschermingspreferente aandelen (kunnen) kopen, zoals bij de overname van KBB door Vendex. Deze voorbeelden zijn zeker niet uitputtend.

Een ander belangenconflict betreft het uitoefenen van stemrechten door aandeelhouders. De lauwe medewerking die banken verlenen aan het communicatiekanaal aandeelhouders dat stemmen op afstand in Nederland zou moeten faciliteren, is hier een voorbeeld van. Ook op het gebied van proxy solicitation, het in opdracht van het bestuur verzamelen van stemmen voor de algemene vergadering, spelen banken een veelal onderbelichte rol.

In hun functie van custodian houden zij effectenrekeningen aan. Uit dien hoofde hebben zij niet alleen gedetailleerde informatie over wie de aandeelhouders van een onderneming zijn. Ook is het mogelijk dat banken desgewenst stemmen “leveren” aan beursgenoteerde ondernemingen. In dit kader mag niet onvermeld blijven dat directie en commissarissen van de Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij op de algemene vergadering van 2004 door op afstand stemmende aandeelhouders gedéchargeerd werden voor het gevoerde beleid en het toezicht daarop, hoewel daar toch zeker het een en ander op viel aan te merken. Een sluitende verklaring voor deze coulance van aandeelhouders is mede moeilijk te verzinnen omdat de onderneming weigert aan aandeelhouders bekend te maken, welke aandeelhouders allemaal waren vertegenwoordigd op de betreffende algemene vergadering. Dit met argumenten van privacy (van die aandeelhouders).

62 Wall Street Journal, 11 mei 2004.

63 Zie bijvoorbeeld het aardige artikelje “De zeven petten van ING” (Het Financieele Dagblad, 3 maart 2002) naar aanleiding van de verschillende rollen die ING vervulde bij een herfinanciering van Getronics. Inzake Laurus stelden de betrokken banken in een informatiememorandum (2002) dat ze tegenstrijdige belangen konden hebben. Eén daarvan was dat zij belang hadden bij een lage aandelenkoers, toen de controle over de onderneming op hun aandringen aan een strategische partij werd overgedaan.

Een niet geheel separaat vraagstuk betreft nog de activiteiten van banken op het gebied van *stocklending*. Vanuit corporate governance oogpunt is dit onderwerp van belang omdat het stemrecht op uitgeleende aandelen niet meer berust bij de institutionele belegger die de aandelen heeft uitgeleend. Bij wie dan wel, is niet altijd duidelijk.

Omdat banken zowel met privé-personen als met vennootschappen zaken doen en omdat banken zich zowel met kredietverlening, als met handel in en beheer van aandelen bezig houden, en omdat banken als custodians invloed kunnen hebben op de uitkomsten van stemmingen op algemene vergaderingen, zou een uitputtende inventarisatie van de functie die de banken als schakel in de corporate governance keten vervullen, zeer gewenst zijn.⁶⁴

3.8 De rol van beursorganisaties

Beursorganisaties, belast met het organiseren van de handel in effecten, hebben een primair belang bij de integriteit van het functioneren van financiële markten. Maar zij hebben geen rechtstreeks belang bij de wijze waarop de corporate governance binnen ondernemingen is vorm gegeven.

In de praktijk hebben beursorganisaties op twee manieren van doen met corporate governance. Aan de ene kant door de publicatie-eisen die ze stellen aan genoteerde ondernemingen⁶⁵ en de eisen die ze stellen aan de informatie die in een prospectus bij beursgang of bij uitgifte van nieuwe aandelen moet staan. De inhoud en naleving van deze informatieplicht bepaalt of aandeelhouders de juiste informatie ontvangen om hun controlerende functie uit te kunnen oefenen.⁶⁶

Meer omstreden is de vraag of beursorganisaties ook eisen mogen stellen aan de corporate governance structuur van genoteerde ondernemingen. Zeker in Nederland. De hele discussie over corporate governance is hier in 1986 aangezwengeld door de Vereniging voor de Effectenhandel die paal en perk wilde stellen aan beschermingsconstructies, die naar hun aard de zeggenschap van aandeelhouders beperken. Dat initiatief

64 Na de krach van 1929, die mede was veroorzaakt doordat aandelen met geleend geld werden gekocht, dwong de Glass Steagall Act in de Verenigde Staten banken te kiezen voor of kredietverlening of effectenhandel. Maar ze mochten niet beide doen. Verzekeraars mochten niet meer in aandelen beleggen. Alleen het trekken van de parallel met de aandelenleaseproducten uit de laatste hausse periode, toont dat de zorgen van toen nog steeds actueel kunnen zijn.

65 Maar al is de beurshandel soms hectisch; de toezichhoudende molens malen langzaam. De AFM maakte op 13 april 2004 bekend dat HBG een boete had gekregen omdat ze twee jaar eerder nieuws te laat naar buiten had gebracht. HBG had op 5 februari 2002 verteld een overnamebod van Dragados te verwachten. Volgens de AFM had die verwachting op 21 december 2001 bekend gemaakt moeten worden. De opgelegde boete bedroeg € 109.000.

Euronext Amsterdam heeft onderzocht of Ahold de gebeurtenissen voorafgaand aan de aankondiging op 24 februari 2003 te laat bekend had gemaakt. Dat onderzoek werd in januari 2004 afgerond. Vervolgens heeft Euronext omtrent de uitkomsten een advies gevraagd aan de Adviescommissie Fondsenreglement. Die heeft de zaak op 18 maart 2004 behandeld. Maar in het op 24 april 2004 afgetekende jaarverslag over 2003 kon Ahold nog slechts schrijven (blz 174): "Naar verwachting zal de Adviescommissie binnenkort advies uitbrengen. Vervolgens zal Euronext Amsterdam het uiteindelijke besluit openbaar maken. Op dit moment kan Ahold niet met enige mate van zekerheid uitspraken doen over de uitkomst. Het onderzoek kan mogelijk leiden tot een openbare berisping of beëindiging van de beursnotering." Dat laatste zou aandeelhouders toch vreemd doen opkijken. Ahold achtte die uitkomst echter weinig waarschijnlijk en kreeg daarin even later gelijk. Euronext gaf de onderneming eind mei een ernstige schriftelijke waarschuwing vanwege overtredingen van het fondsenreglement.

66 Een in oktober 2002 opgestelde prospectusrichtlijn voor aandelenemissies moest eind 2003 voor alle effectenbeurzen binnen de EU gelden.

riep nogal wat weerstand bij managers op, maar leidde uiteindelijk (na tien jaar!) tot het wetsontwerp beschermingsconstructies enerzijds en de installatie van de Commissie Peters anderzijds.

In een hausse periode hebben beursorganisaties de neiging de eisen die ze stellen aan ondernemingen te verlagen, soms door de oprichting van aparte markten welke echter zelden een baisseperiode overleven.⁶⁷ In Nederland was in 2000 de beursintroductie van World Online, die samenviel met de kentering van de koersontwikkeling, aanleiding om de eisen in november van dat jaar weer te herzien.⁶⁸ Een herziening, ingegeven doordat een bestuurder voor de beursgang aandelen had verkocht, maar een die niet door iedereen als een verzwaaring werd gezien.⁶⁹

In een baisse periode hebben beursorganisaties echter ook de neiging om toelatingseisen te verlagen. Zeker als, zoals de afgelopen jaren, veel kleinere en middelgrote ondernemingen, door overnamebiedingen van de openbare markt verdwijnen. Euronext, bijvoorbeeld, overweegt op dit moment om door het stellen van minder stringente publicatie-eisen het beursgenoteerde bestaan voor kleinere ondernemingen aantrekkelijk te maken. Zulks is natuurlijk tegenstrijdig met de maatschappelijke wens tot betere corporate governance.

Die overweging staat ook haaks op ontwikkelingen elders. In de jongste ronde van aandacht voor corporate governance heeft de beurs van Londen de aanbevelingen van de verschillende commissies op dat gebied geïncorporeerd in de noteringseisen. Als gevolg van Sarbanes Oxley stelden de New York Stock Exchange en Nasdaq daartoe gemaand door de SEC nieuwe eisen aan de corporate governance structuur van ondernemingen.⁷⁰

Dergelijke initiatieven waar beursorganisaties al dan niet door toezichthouders toe worden aangezet, zijn echter geen panacé. Internetzoekmachine Google bood dit jaar bij zijn entree op de publieke markt beleggers aandelen met weinig stemmen, zodat het management via aandelen met meervoudig stemrecht de algemene vergadering kon blijven domineren.

Een actueel vraagstuk blijft dat de rechten van minderheidsaandeelhouders in een onderneming met een controlerend aandeelhouder door beurzen moeilijk zijn te beschermen. In de VS kunnen zogenaamde *controlled companies*, waarin één aandeelhouder een stembelang van meer dan 50% heeft, zich onttrekken aan de nieuwe corporate governance vereisten van de beurzen.⁷¹

Toch behoeven beursgenoteerde ondernemingen een aparte corporate governance. Toen de vennootschap in de 19de eeuw opkwam als juridische structuur, stelde de over-

67 De Nederlandse parallelmarkt is reeds lang vergeten en in september 2002 kondigde de Deutsche Börse de sluiting aan van Neuer Markt, die vijf jaar eerder was opgericht als Europees antwoord op Nasdaq. Als gevolg van tal van schandalen was de bij deze markt horende Nemax index toen 96% gedaald ten opzichte van zijn piek in maart 2000.

68 Overigens kwam hier het definitieve prospectus pas beschikbaar op de dag van de eerste notering.

69 "These new regulations may provide a relaxation of the existing lock-up arrangements for our shareholders and members of our supervisory board and management board." Jaarverslag Versatel over 2001, blz 58.

70 Zie bijv: Corporate Governance Rule Proposals Reflecting Recommendations from the NYE Corporate Accountability and Listing Standards Committee as approved by the NYSE Board of Directors, August 1, 2002.

71 Druk van beleggers is soms effectiever. Zo kondigde het Zweedse Ericsson begin dit jaar aan de situatie dat twee grote aandeelhouders die 10% van het kapitaal vertegenwoordigen, maar 80% van de stemmen hebben, te herzien.

heid eisen aan de statutaire inrichting, omdat zij meende dat de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders rechtvaardigde dat zo van overheidswege enige bescherming aan crediteuren werd geboden.

Analoog maakt een specifiek kenmerk van de beursgenoteerde onderneming, de spreiding van het aandelenkapitaal, het aandeelhouders moeilijker om het bestuur van die onderneming te controleren en zou het dus voor de hand liggen specifieke eisen te stellen aan ondernemingen die via uitgifte van aandelen een beroep op het publiek doen. Dit geldt des te sterker nu de beurs de laatste decennia is veranderd van een markt voor vermogende en goed ingevoerde particulieren in een publiekmarkt waarheen een groot deel van de collectieve besparingen zijn weg vindt. Adam Smith, die leefde in een tijd dat disciplineringsmechanismen goeddeels ontbraken, stelde al in 1667 dat alleen ondernemingen met een stabiele kasstroom in aanmerking behoorden te komen voor een beursnotering. De recente opkomst van *private equity* financiering en het van de beurs halen van veel ondernemingen, indiceert dat de vraag welke eisen gesteld moeten worden aan de corporate governance structuur van beursfondsen, om meer onderzoek vraagt.

3.9 De economische functie van de corporate governance keten

In de discussie over corporate governance wordt soms onderscheid gemaakt tussen aandeelhouders en (andere) stakeholders. Dit onderscheid is niet altijd behulpzaam bij het komen tot een juiste analyse van de problematiek.

Zoals hierboven betoogd is de term “aandeelhouder” niet altijd relevant, omdat de uiteindelijke natuurlijke persoon die rekt op een rendement op aandelenbezit, veelal niet in juridische zin aandeelhouder is in een beursgenoteerde vennootschap.

De term “stakeholder” vertroebelt de analyse vooral omdat een definitie van deze belanghebbende zelden eenduidig is. Allastair Ross Goobey, chairman of the Board of Governors van het International Corporate Governance Network (ICGN) stelde onlangs⁷² slechts één “stakeholder” te kennen: de befaamde geleerde Von Helsing die een houten “stake” door het hart van vampiers stak.

In economische zin lijkt het daarom nuttiger een onderscheid te maken tussen het geld dat de belegger van de onderneming hoop te ontvangen, dividend, en het geld dat de belegger voor zijn aandelen hoopt te ontvangen, de aandelenkoers. Voor die laatste is de belegger in eerste instantie afhankelijk van het functioneren van de financiële markten.

In zijn reactie op de Nederlandse corporate governance code van 1 maart 2004 volgde het kabinet deze benadering: “Het kabinet wil deze gelegenheid eveneens aangrijpen om de code in een breder perspectief te plaatsen van initiatieven om het vertrouwen van beleggers en het brede publiek in de integriteit van het bedrijfsleven en de financiële markten te herstellen. Want de boekhoudaffaires hebben niet alleen geleid tot een beschadigd maatschappelijk vertrouwen in het bestuur van en het toezicht op het

⁷² Symposium Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, Rotterdam, 10 november 2004.

beursgenoteerde bedrijfsleven, maar ook in de andere schakels tussen belegger en beursgenoteerde vennootschap, zoals financieel analisten, *investment banks*, externe accountants en *credit rating agencies*.”

Hierboven is een ruwe en onvolledige schets gegeven van de corporate governance keten, bestaande uit vele schakels van intermediairs die zich bevinden tussen de beursgenoteerde onderneming en de mensen die uiteindelijk voor hun beleggingsinkomsten afhankelijk zijn van het doen en laten van die ondernemingen. Gemeten aan het aantal mensen werkzaam in de financiële sector is die keten de afgelopen decennia verdikt en/of verlengd.

Demografische ontwikkelingen zullen hier niet vreemd aan zijn. De golf van mensen geboren in Europa tussen 1950 en 1965 en in de Verenigde Staten tussen 1946 en 1964, de zogenaamde babyboomers, had voor de financiering van zijn door hogere levensverwachting langere oude dag een beleggingsrendement nodig dat hoger lag dan de rentevoet.

“Wij moeten een jaarlijks rendement van 6,5 tot 7% halen, anders wordt het pensioensysteem te duur. We zouden dat kunnen bereiken door een eenvoudig mengsel van 60% aandelen en 40% staatsobligaties,” zo vatte Jean Frijns, bestuurder van ABP Vermogensbeheer, zijn taak samen.⁷³

Waren een halve eeuw geleden slechts vermogende particulieren voor een deel van hun inkomen afhankelijk van de dividenden en waardeontwikkeling van de aandelen van beursgenoteerde ondernemingen, vandaag de dag zijn miljoenen burgers voor hun basisinkomen na een leven in loondienst daarvan afhankelijk.

Pensioenfondsen zijn dus met name geïnteresseerd in de kernvraag van corporate governance: hoe zich ervan te verzekeren dat de directie van beursgenoteerde vennootschappen zo goed mogelijk in hun belang handelt. Want pensioenfondsen hebben geen relatieve maar absolute verplichtingen. Om daaraan te kunnen voldoen moeten ondernemingen waarin pensioengelden worden belegd optimaal presteren. Bij de meest pensioenfondsen vormen de beleggingsresultaten de hoofdmoot van de financiering.⁷⁴ Genereren ondernemingen niet voldoende rendement, dan moeten de premies omhoog. Pensioenfondsen zijn dus een schakel in de corporate governance keten, die duidelijk belang heeft bij goede corporate governance.⁷⁵ Maar zelfs bij deze schakel spelen corporate governance conflicten een rol, voor zover het aan ondernemingen gelieerde pensioenfondsen betreft, waarbij het management van de sponsorende onderneming toch het uitoefenen van aandeelhoudersrechten door het pensioenfonds zou kunnen beïnvloeden. Zelfs deze schakel in de keten behoeft dus duidelijke wetten en regels. Voor de andere schakels in de corporate governance keten, geldt zulks des te meer.

73 Global Pensions, february 2004.

74 Bij ABP wordt circa 1/3 deel gefinancierd door premies en 2/3 deel door beleggingsopbrengsten, aldus R.H. Maatman in “Tabaksblat en de botsende doelstellingen”, Ondernemingsrecht 2004-4, 117. Hij verwijst naar Ph. Lambert, “Pensioenfondsen beleven roerige tijden”, TvP 2003, 103-105, die becijfert dat het prijsgeven van een procent beleggingsrendement de kosten van een pensioenregeling verveeelvoudigt.

75 Ook “hedge funds” die absolute rendementsdoelstellingen hebben, betonen zich op dit gebied actief.

3.10 Conclusie

Op basis van de praktijk lijken drie deelonderwerpen op het gebied van corporate governance nadere aandacht te behoeven:

3.10.1 *Persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders.*

Wij zijn in dit betoog uitgegaan van de aanname dat beleggers juiste en tijdige informatie van de onderneming ontvangen. Zulks moet echter gecureerd worden. Informatieverstrekking, de basis voor corporate governance, lijkt intern goed te reguleren op het niveau van de onderneming en extern via regelgeving voor de accountants.⁷⁶ De Nederlandse wet onderkent al sinds jaar en dag dat het bestuur van de onderneming zelf voor het verstrekken van juiste informatie verantwoordelijk is:

“Indien door de jaarrekening een misleidende voorstelling wordt gegeven van de toestand der vennootschap, zijn de commissarissen naast de bestuurders tegenover derden hoofdelijk aansprakelijk voor de schade, door dezen dientengevolge geleden. De commissaris die bewijst dat zulks niet aan een tekortkoming zijnerzijds in het toezicht is te wijten, is niet aansprakelijk.” (Artikel 2: 150/260 BW).

Die aansprakelijkheid werd verder vorm gegeven door de EU High Level Group of Company Law Experts, die in zijn rapport van 4 november 2002 heeft aanbevolen bestuurders en commissarissen die misleidende informatie publiceren uit te sluiten van functies bij Europese ondernemingen.⁷⁷ De Commissie Tabaksblat heeft de Nederlandse wetgever aanbevolen een dergelijke bepaling op te nemen in het in voorbereiding zijnde wetsvoorstel betreffende de invoering van toezicht op de externe financiële verslaggeving van effecten uitgevende instellingen.⁷⁸

Persoonlijke aansprakelijkheid is van groot belang om het risico van slecht handelen door een leidinggevende functionaris binnen een vennootschap te beperken. Prof. mr L. Timmerman noemde die persoonlijke aansprakelijkheid het sluitstuk van alle checks and balances die binnen een rechtspersoon kunnen worden aangebracht en stelde: “In ons systeem van collegiaal bestuur dient het uitgangspunt hoofdelijke aansprakelijkheid te zijn.”⁷⁹

Zorgelijk is dat juist nu in een periode dat de aandacht voor corporate governance toeneemt, bij die bestuurders de tendens is te signaleren om die verantwoordelijkheid af te wentelen. Terwijl het publieke debat gaat over het afleggen van verantwoordelijkheid

76 Het gaat daarbij om de CEO, de CFO en vooral bij de uitgifte van nieuwe effecten om derde partijen “gatekeepers”, zoals investment banks, accountants en juristen. Zie Reinier Kraakman, *Disclosure and Corporate Governance: An overview Essay* (2003).

77 De Europese Commissie heeft in haar mededeling van 21 mei 2003 de intentie uitgesproken deze aanbevelingen tussen 2006 en 2008 te implementeren in een Europese richtlijn.

78 Eind april zei het kabinet te laten onderzoeken of zo’n beroepsverbod, dat voor bankiers al bestaat, kan worden opgelegd. Overigens wilde de directeur van de Nederlandse Mededingingsautoriteit dat ook ondernemers die de kartelwet overtreden voor bepaalde tijd verboden kan worden hun functie uit te oefenen. De voorzitter van de Autoriteit Financiële Markten bepleitte al eerder een “integriteitstoets” voor managers van grote ondernemingen.

79 L. Timmerman, *De slechtheid van de groepsmens, Ondernemingsrecht 2004-9*, p 327.

worden sinds 2004 welhaast heimelijk op de agenda's van vele ondernemingen voorstellen voor statutenwijziging aangenomen, met daarin bepalingen om bestuurders te vrijwaren voor schade die ze kunnen leiden uit hoofde van de uitoefening van hun functie of uit nalatigheid.⁸⁰ Daarmee wordt terwijl via wetgeving en zelfregulering het bouwwerk van corporate governance verstevigd wordt, de hoeksteen onder dit bouwwerk weggenomen. Ik zou menen dat via een publieke discussie vastgesteld zou moeten worden of zulke vrijwaring past binnen goede corporate governance.

3.10.2 *Bescherming van minderheidsaandeelhouders.*

Dat aandeelhoudersrechten een onontbeerlijk disciplineringsmechanisme zijn om te zorgen dat corporate governance vragen geadresseerd worden, staat mede door de dalende beurskoersen en enkele spectaculaire schandalen, bijna niet meer ter discussie. Dat zelfregulering onvoldoende was om te komen tot goede corporate governance is in Nederland aangetoond. Daarom werd gezocht naar een wettelijke verankering van de Nederlandse Corporate Governance Code. Deze verankering is er op gebaseerd dat de algemene vergadering van aandeelhouders afwijkingen van de code goed moet keuren. Doet die vergadering dat, dan handelt de vennootschap conform de code.

De code gaat daarbij echter geheel voorbij aan die situaties waarin één partij, zowel het bestuur van de onderneming, inclusief de raad van commissarissen, als de aandeelhoudersvergadering domineert. Een recent voorbeeld vormt Laurus, waar grootaandeelhouder Casino de meerderheid van de raad van commissarissen uitmaakt, de voorzitter van de raad van bestuur benoemt, separate overeenkomsten met de onderneming en de financierende banken heeft, tegen betaling management assistentie verleent, maar via een stemmenoverwicht op de algemene vergadering in kan stemmen met essentiële afwijkingen van de bepalingen van de code, die zij in bestuurlijke hoedanigheid noodzakelijk acht. De commissie Tabaksblat heeft de aandeelhoudersvergadering meer te zeggen gegeven, maar is volledig voorbij gegaan aan de bescherming van de rechten van minderheidsaandeelhouders bij ondernemingen met een controlerend aandeelhouder.

Deze omissie is begrijpelijk in het licht van de snelheid waarmee de commissie tot haar code kwam. Maar anderzijds heeft de Monitoring Commissie in 1998 reeds geconstateerd (op pagina 23) dat in bijna 20% van de gevallen de onderneming wordt gedomineerd door houders van relatief grote pakketten (< 40%) en speelde bij met naam en toenaam genoemde corporate governance schandalen (bv Baan Company, KPNQWest, Landis) het handelen van een controlerend aandeelhouder een belangrijke rol.

Een tweede urgent aandachtspunt op het gebied van corporate governance zou dus de positie van minderheidsaandeelhouders moeten zijn. Dringend noodzakelijke reparatie zou kunnen worden gevonden in een voorschrift dat controlerende aandeelhouders verbiedt hun stemrecht te gebruiken, bij stemming over eventuele afwijkingen van de code.

⁸⁰ Onder andere bij Arcadis, ASML, Corio, Van der Moolen, Vedior en TPG. Terwijl minister Zalm op 5 februari 2004 in antwoord op vragen van kamerlid Heemskerk (PvdA) juist zei dat hij vond dat financiële toezichthouders de mogelijkheid moeten krijgen om aan individuele bestuurders boetes op te leggen. Nu is het alleen mogelijk die aan ondernemingen op te leggen.

3.10.3 Regulering van intermediairs op de financiële markten

De discussie over corporate governance is gebaat bij een heldere definitie van het onderwerp. De commissie Tabaksblat geeft in zijn code zo'n definitie niet. Het kabinet definieert in zijn reactie op de voorstellen van de commissie Tabaksblat goede corporate governance als de som van vier onderdelen:

- efficiënt toezicht op het bestuur
- een evenwichtige verdeling van de invloed tussen bestuur, raad van commissarissen en algemene vergadering van aandeelhouders (goede checks and balances)
- een goede verantwoording door het bestuur en de raad van commissarissen
- een zorgvuldige afweging van de verschillende belangen waaronder die van de werknemers en andere *stakeholders* van de vennootschap.

Om tot een goede corporate governance te komen, moeten aandeelhouders meer en beter gebruik maken van hun rechten, zo luidt inmiddels de *communis opinio*. Maar het daadwerkelijk gebruik van die aandeelhoudersrechten vergt regelgeving voor de gehele corporate governance keten. Een vergelijking moge gemaakt worden met de periode van anderhalve eeuw geleden, toen banken ontstonden die de spaargelden van particulieren rentedragend gingen uitzetten. Alras werd duidelijk dat deze intermediairs door middel van een stelsel van vergunningen goed gereguleerd moesten worden. Inmiddels is het zo dat financiële instellingen onder financieel toezicht staan. Dit toezicht moet de stabiliteit en het vertrouwen in de sector waarborgen. Maar tussen beursgenoteerde onderneming en uiteindelijke belanghebbende heeft zich een nieuwe, nog nauwelijks gedefinieerde, sector gevormd.

Nationale initiatieven waren vooral gericht op het herstel van vertrouwen in het bestuur van beursgenoteerde ondernemingen. Voor het herstel van vertrouwen in de financiële markten zijn Europese initiatieven nodig. Nu in toenemende mate besparingen van het publiek in aandelen zijn belegd, is het van belang de instellingen die betrokken zijn bij de handel in en het beheer van aandelen, verantwoordelijk te stellen voor het op de juiste wijze uitoefenen van die aandeelhoudersrechten. Hoe dat het best kan gebeuren vergt nader onderzoek naar het functioneren van alle schakels in de lange keten van intermediairs tussen de beursgenoteerde onderneming en de mensen die uiteindelijk de vruchten moeten plukken van de waarde die deze ondernemingen genereren.

“The fact is, corporations increasingly are vehicles for providing retirement income,” schreef Richard J. Mahony in “Who really owns corporate America” (1996). Deze observatie werd al aangehaald in het rapport van de commissie Peters, Corporate Governance in Nederland, de veertig aanbevelingen, (1997) en heeft in de tussentijd nog niets aan kracht ingeboet. Integendeel. Steeds duidelijk wordt dat besparingen voor de oude dag niet alleen veilig gesteld kunnen worden door regels op het niveau van ondernemingen, door Nelissen in 1910 omschreven als “het vennootschapswezen”. Om dat te bereiken behoeft de gehele keten van corporate governance de aandacht. Van de wetgever, maar ook van wetenschappers.

REFERENTIES

- Berle, A., (1959), *Power without property: a new development in American political economy*, New York: Brace & World.
- Berle, A. en G.C. Means, (1932), *The modern corporation and private property*, New York: MacMillan.
- Commissie corporate governance, (1997), *Corporate Governance in Nederland: de veertig aanbevelingen*, www.nivra.nl
- Commissie corporate governance, (2003), *De Nederlandse Corporate Governance Code: beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, www.corpgov.nl
- Drucker, P.F., (1991), "Reckoning with the pension fund revolution", *Harvard Business Review* Vol. 69, No. 2, pp. 106-111.
- Europese Commissie, (2002), *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, COM (2003) 284.
- Eisenberg, Th. And J.R. Macey, (2003), "Was Arthur Andersen Different?: An Empirical Examination of Major Accounting Firms' Audits of Large Clients", *Yale Law & Economics Research Paper* No. 287
- Gompers, P., J. Ishii en A. Metrick, (2003), "Corporate Governance and Equity Prices", *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 118, No. 1, pp 107-156.
- Honée, H.J.M.N, (1996), *Commissarissen, gezanten uit Niemandland?*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink.
- ICGN, (2002), "Cross Border Proxy Voting, Case Studies from the 2002 Proxy Voting Season", *Institutional Design*, www.icgn.org
- Jong, A. de, G.M.H Mertens en P.G.J. Roosenboom, (2003), "Weinig aandeelhouders houden serieus toezicht", *Economisch Statistische Berichten*, 14 november, 532-534.
- Kraakman, R., (2003), "Disclosure and Corporate Governance: an Overview Essay", *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford: Oxford University Press.
- Lowenstein, L., (1988), *What's wrong with Wall Street: short-term gain and the absentee shareholder*, Reading, Mass: Addison-Wesley.
- Maatman, R.H., (2004), "Tabaksblat en de botsende doelstellingen", *Ondernemingsrecht* 2004, No. 4, p 177.
- OECD, (2004), *OECD Principles on Corporate Governance: 2004*, www.oecd.org
- Pels, D., (1987), *Macht of eigendom?: een kwestie van intellectuele rivaliteit*, Amsterdam: Van Gennep.
- Ruud, J.S., (1991), "Another view of the underpricing of initial public offerings", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* Vol 16, No. 1, pp. 83-86.
- Schleifer, A. en R.W. Vishny, (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* Vol. 52, No. 2, pp. 737-783.
- SCGOP, (2003), *Handboek Corporate Governance*, www.scgop.nl
- The Economist*, (2004), "No more Mr Nice Guy", 3/20/2004, Vol. 370, Issue 8367, p. 14.
- The Economist*, (2004), "Where's all the fun gone?", 3/20/2004, Vol. 370, Issue 8367, p. 75.

- Tabaksblat, M., (1992), "Corporate governance: een ondernemingsvisie", *Ondernemingsrecht* 1999 No. 2, pp. 43-46.
- Timmerman, L. (2004), "De slechtheid van de groepsments", *Ondernemingsrecht* 2004, No. 9, p. 327.
- Timmerman, L. en A. Doorman, (2002) "Rights of Minority Shareholders in the Netherlands", *Electronic Journal of Company Law* Vol. 6.4, www.ejcl.org.
- Veblen, T., (1914), *The theory of business enterprise*, New York.
- Veblen, T., (1923), *Absentee ownership and business enterprise in recent times: the case of America*, New York.
- Verdam, A.F., (2003), *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers
- Wibaut, F.M., (1913), *De nieuwste ontwikkelingen van het kapitalisme*, Amsterdam.
- Winter, J.W., (2000), *Grensoverschrijdend stemmen*, Deventer: Kluwer.

OVER DE AUTEUR

Paul Frentrop (1954), is directeur van Deminor Nederland BV, een adviesbureau voor minderheidsaandeelhouders in beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen.

Van 1990 tot 1997 was hij secretaris der vennootschap van Pierson, Heldring & Pierson, later MeesPierson. Voor die tijd werkte hij als financieel journalist voor NRC Handelsblad en Het Financieele Dagblad. Hij is in 2002 gepromoveerd op het proefschrift “Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC, corporate governance 1602-2002.”

Amsterdam Center for Corporate Finance

The Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF) is a thinktank specializing in the financial management of corporations and the operations of the financial sector. The ACCF promotes high quality research on the interface between financial theory and corporate policy. With a variety of activities, it provides a forum for dialog between academics and practitioners. The ACCF is an independent foundation and is supported by major financial and industrial corporations, consultancy agencies and (semi) government bodies. It is affiliated with the University of Amsterdam.

Directors

A.W.A. Boot

C.M. van Praag

Board

D. van den Brink

A. Verberk

J.B.M. Streppel

Address

Roetersstraat 11

1018 WB Amsterdam

The Netherlands

Phone: +31 20 525 4162

Fax: +31 20 525 5318

E-mail: office@accf.nl

<http://www.accf.nl>