

De financiële markt en het ondernemingsrecht

Mr. G.T.M.J. Raaijmakers

Mijnheer/mevrouw de Rector,

Dames en heren,

1. De behoefte aan lange termijn-waarborgen in het ondernemingsrecht

Wij leven in tijden van grote verandering. De Amerikaanse staatsman en uitvinder Benjamin Franklin zei eens: “If you’re finished changing, you’re finished”. Naar die maatstaf gemeten, zijn we nog lang niet “finished”. Er verandert veel en het ondernemingsrecht is daarop geen uitzondering. Corporate governance heeft in de afgelopen tien jaar een centrale plaats ingenomen in het ondernemingsrecht en de verwevenheid met het financiële recht is inmiddels een gegeven, met name voor beursgenoteerde ondernemingen. Verantwoordelijkheden zijn scherper geworden en de belangen van aandeelhouders zijn veel meer op de voorgrond komen te staan. Nu, een kleine tien jaar verder, is echter de vraag of we daarmee op de goede weg zijn. Mede ingegeven door de financiële crisis, maar ook los daarvan, worden in toenemende mate vragen gesteld bij de “duurzaamheid” van ons systeem. Ik onderken daarbij twee gezichtspunten.

Ten eerste wordt de vraag gesteld of het systeem werkt zoals het bedoeld is; of het bijdraagt aan welvaartsgroei op de lange termijn zoals beoogd. Is de balans in rechten en plichten van aandeelhouders niet zoekgeraakt met negatieve effecten als gevolg? De Monitoring Commissie vond het bij de nieuwe Code Corporate Governance nodig te benadrukken dat aandeelhouders zich naar redelijkheid dienen te gedragen.

Het Larosière-Rapport ging in februari 2009 nog verder: “[corporate governance] is one of the most important failures of the present crisis”. Sommigen pleiten voor versterking van de positie van institutionele beleggers om zodoende meer lange termijn-focus te bereiken. Anderen pleiten juist voor inperking van aandeelhoudersrechten en zien de financiële crisis als aanleiding.

Ik zie echter, zoals gezegd, nog een tweede gezichtspunt. Dit betreft discussie over het paradigma zelf. Welke belangen dienen in de vennootschappelijke besluitvorming te worden betrokken? In hoeverre moeten de financiële belangen van aandeelhouders daarbij prevaleren? Of moeten daarbij juist ook andere belangen worden meegewogen? In de Verenigde Staten noemt Jack Welch, de “vader van de aandeelhouderswaarde”, dit nu “the dumbest idea in the world”. Aandeelhouderswaarde is een resultaat, geen strategie, zo merkt hij op.

De hernieuwde aandacht voor het stakeholdersmodel is illustratief voor een stroming waarbij de onderneming wordt gezien als een spilpunt van belangen en als maatschappelijk belangrijk instituut dat een invloed heeft op het levensgenot van burgers. Dat zou in de moderne markteconomie op de achtergrond zijn geraakt. Het is wat de econoom Richard Layard in zijn interessante studie over “Happiness” bedoelt als hij zegt:

“We are ever more influenced by exaggerated versions of the ‘survival of the fittest’ (Charles Darwin) and ‘the invisible hand’ (Adam Smith). A result has been the well-documented decline in trust.”

Hij stelt dat ons hedendaagse economisch model teveel uitgaat van conflict en te weinig van coöperatie. Het is volgens hem één van de factoren die kan verklaren waarom het geluk van mensen in de afgelopen 50 jaar ondanks grote welvaartsgroei niet is toegenomen.

Het is een boeiend en confronterend perspectief waar ook andere gezaghebbende economen zoals Bruno Frey onderzoek naar deden.

Ik keer terug naar mijn thema: een rode draad in de discussie, is hoe kan worden gewaarborgd dat ondernemingen zich bij hun beleid en hun gedrag richten op de lange termijn, en dat er voldoende ruimte is om ook andere gerechtvaardigde belangen dan alleen die van aandeelhouders mee te nemen in de besluitvorming, zonder daarmee de verworven checks en balances te kort te doen. Ik heb niet de pretentie dat ik hier vandaag een pasklare oplossing kan presenteren. Wat ik wel wil doen is tegen deze achtergrond stilstaan bij een belangrijk aspect in deze discussie: de toegenomen invloed van de financiële markt op de corporate governance van Nederlandse beursondernemingen.

Door een aantal ontwikkelingen zijn de positie en de belangen van aandeelhouders in de afgelopen tien jaar immers zozeer op de voorgrond komen te staan, dat Nederland één van de meest open governance systemen kreeg van de wereld. Dat begon met de invoering van de euro in 1999. Vanwege het wegvallen van het valutarisico gingen Nederlandse institutionele beleggers hun belangen in Nederlandse ondernemingen op grote schaal afbouwen. Buitenlandse beleggers namen hun positie over en houden inmiddels zo'n 75% van alle aandelen. Een niet weg te denken factor zijn verder de boekhoudschandalen. Zij zorgden voor een ware "klimaatverandering": het bestuur en de raad van commissarissen kregen niet langer the "benefit of the doubt". Vervolgens kwam de Commissie Winter met haar belangrijke advies aan de Europese Commissie om aandeelhouders een centrale plaats te geven: zij lopen als "residual claimholders" het uiteindelijke risico en zijn daardoor het best in staat om de governance van ondernemingen te beoordelen.

In 2003 wees de Hoge Raad daarna zijn belangrijke RNA-arrest waarin hij de principiële uitspraak deed dat een onderneming zich niet permanent tegen een vijandige overnemer mag beschermen. Beschermingsconstructies zijn vooral bedoeld als een “window” voor overleg, zo lijkt de boodschap te zijn. In de periode die daarop volgde hebben regelgeving, rechtspraak en praktijk elkaar versterkt in het verder vergroten van de positie van aandeelhouders, onder meer met de Code in 2003, de versterking van wettelijke bevoegdheden, de laagdrempelige toegang tot de Ondernemingskamer, het afbreken van beschermingsconstructies en de hoge vlucht die variabele beloning nam om bestuurders te prikkelen meer aandeelhouderswaarde te creëren.

2. Hoe functioneert de financiële markt?

Door al deze ontwikkelingen is ons stakeholdersmodel onder druk komen te staan en zijn wij opgeschoven naar een meer aandeelhoudersgericht systeem. De vraag is of dat erg is. Er was immers behoefte aan meer disciplinerende van bestuurders en commissarissen. Met het creëren van een “aandeelhoudersdemocratie” is die bereikt. Probleem is echter dat de vergelijking met de echte democratie niet helemaal opgaat. Aandeelhouders zijn geen burgers. Zij zijn als beleggers onderdeel van de financiële markt. Door aandeelhoudersbelangen op de voorgrond te plaatsen, is de invloed van de financiële markt op de governance van ondernemingen evenzeer toegenomen. Die markt heeft inderdaad een disciplinerende werking, maar inmiddels kunnen we constateren dat hij ook beperkingen heeft waar we onze ogen niet voor mogen sluiten. Ik onderken in dat verband zeven belangrijke beperkingen die ik met u wil langslopen.

De eerste beperking die ik onderscheid betreft: Inherent conflicterende belangen

Binnen de financiële markt bestaan veel conflicterende belangen. Dit is niet onoverkomelijk, maar wel een gegeven. Conflicterende belangen bestaan tussen aandeelhouders onderling. Maar aandeelhouders kunnen ook zelf “meerdere petten” hebben zoals Verdam in zijn oratie aan deze universiteit eerder liet zien. En zelfs zonder "meerdere petten" worden institutionele beleggers vanuit hun plicht om steeds te handelen in het belang van hun eigen deelnemers geconfronteerd met lastige dilemma's: aandelen uitlenen vanwege het extra rendement òf dat niet doen vanwege het risico dat er door aandeelhoudersactivisten misbruik van wordt gemaakt, beleggen in hedge funds vanwege de goede rendementen en de risicospreiding òf daarvan wegblijven omdat hedge funds risico's kunnen opleveren vanuit een corporate governance-oogpunt, handelen vanuit de positie als obligatiehouder van een vennootschap òf vanuit de – soms kleinere – positie als aandeelhouder, kiezen voor rendement òf kiezen voor duurzaamheid, en corporate governance-specialisten in dienst nemen om ondernemingen te volgen òf kosten besparen en ervan profiteren dat anderen dat toch al doen?

Al deze problemen zijn niet van vandaag of gisteren. Dat dit tot op de dag vandaag, op enkele uitzonderingen na, nog niet tot oplossingen of veel meer transparantie heeft geleid, is illustratief voor de dilemma's waar de markt nog altijd mee kampt.

De tweede beperking is: Intransparante kongsi's

Een veel gehoord gezegde in de financiële markt is: “iedereen praat met iedereen”.

Ondernemingen praten met elkaar, aandeelhouders en beleggers praten met elkaar en met ondernemingen, en effectenmakelaars en *investment banks*, die praten met iedereen. Dat hoort allemaal bij het zoeken naar kansen en mogelijkheden, het draagt bij aan constructieve gedachte- en besluitvorming en is op zichzelf daarom nuttig. Als aandeelhouders echter samen optrekken, men spreekt van “acting in concert”, dan kan dat leiden tot machtsverschuivingen. Wij hebben daar regels voor: bij bepaalde drempels moet zij dat melden of zelfs samen een bod op de hele vennootschap doen. Probleem is echter dat de regels verre van duidelijk zijn.

Vanuit een corporate governance-oogpunt hebben we daar aan twee kanten last van. Aan de ene kant schrikt dat lange-termijn-gerichte beleggers af om contacten te onderhouden met collega-beleggers. Dat is jammer, want zij kunnen nu juist voor meer balans en checks en balances op de lange termijn zorgen. Aan de andere kant biedt de onduidelijkheid van de regels over “acting in concert” een misplaatste bescherming aan hedge funds en andere korte termijn-gerichte partijen om te opereren in de “twilight zone” van het recht. Probleem zijn onder meer de zogeheten “wolf packs”: een grote groep kleinere hedge funds waarvan er één als leider een “business case” uitwerkt om met gerichte actie een koersstijging te bereiken, die alleen gerealiseerd kan worden als een grote groep anderen hem daarin volgt. Hier zijn verschillende voorbeelden van, zij het dat een marktmisbruik-“case” in de praktijk nauwelijks gemaakt kan worden.

De derde beperking betreft: Financieel opportunisme

Aandeelhouders zijn in de eerste plaats beleggers. Als zodanig mogen zij hun eigen financiële belang nastreven. Dit is een hoeksteen van de disciplinerende werking van de markt. Het is een direct uitvloeisel van de zogeheten *agency theory*.

Kort gezegd is de redenering: er is sprake van informatie-asymmetrie tussen het management van de onderneming als *agent* en de aandeelhouders als *principal*. Voorkomen moet worden dat het management van deze informatievoorsprong misbruik maakt in zijn eigen belang. Twee principes worden hier op gebaseerd. Ten eerste, ik noemde dat eerder, moeten aandeelhouders in dit verband als “residual claimholders” het best in staat worden geacht de governance op waarde te schatten. Ten tweede moet een variabele beloning het persoonlijke belang van managers gelijkstellen met dat van de markt: er moet sprake zijn van “alignment”. Het leidt misschien allemaal tot een gelegitimeerde vorm van hebzucht, maar “greed”, zoals Gordon Gekko in de bekende Oliver Stone-film over Wall Street zo mooi proclameerde, “greed is good, greed is purifying”.

Bij de *agency theory* kunnen echter ook kanttekeningen worden geplaatst. Zo leidt het streven van beleggers om hun eigen belang te verwezenlijken tot een financieel opportunisme waarbij *focus* op de korte termijn snel prevaleert. Dat geldt niet alleen voor hedge funds, maar bijvoorbeeld ook voor institutionele beleggers. Zij worden er op afgerekend hoe zij gepresteerd hebben ten opzichte van de markt door middel van een “benchmark”. Dat gebeurt per jaar en soms zelfs vaker. Ook managers die bij beleggers werkzaam zijn worden daar op afgerekend. Zij krijgen een variabele beloning om hen te stimuleren die benchmark steeds te halen. Die managers zijn daarmee zelf ook weer “agents”. Weliswaar is ook op dit niveau sprake van “alignment”, maar het stapelen van “alignment” op “alignment” lijkt niet efficiënt en effectief. Probleem is ook dat de uiteindelijke deelnemers (pensioengerechtigden, verzekeringnemers, etc), zeg maar de “echte residual claimholders”, doorgaans belang hebben bij een goed rendement op veel langere termijn dan 1 jaar. Bovendien hebben zij vaak nauwelijks invloed op de samenstelling van het management van hun institutionele belegger.

Ook bij de *uitgangspunten* van de *agency theory* worden soms wel kanttekeningen geplaatst. Interessant is in dit verband de zogeheten *stewardship theory* die ervan uitgaat dat financiële prikkels voor managers weliswaar gedragseffecten kunnen hebben, maar dat vaak andere factoren minstens even belangrijk zijn, zoals teamgeest, het hebben van een uitdagende opdracht en die met succes kunnen afronden, het vervullen van een plicht, etcetera. De *agency theory* zou bovendien onderling wantrouwen juist aanwakkeren in plaats van samenwerking vanuit vertrouwen te bevorderen. De *stewardship theory* heeft nog niet de navolging van de *agency theory*, maar zet desalniettemin aan tot nadenken en voedt in ieder geval de gedachte dat de *agency theory*, hoe nuttig die in de praktijk ook is gebleken, niet de heilige graal is.

De vierde beperking gaat over: Irrationeel kuddegedrag

Zojuist sprak ik over "benchmarking"; beleggers die hun prestaties afmeten aan hun "peers" en de markt. Dit leidt tot een vorm van beleggingsdwang. Het versterkt de neiging tot kuddegedrag van de financiële markt die zich uit zichzelf soms al irrationeel gedraagt. Dit blijkt uit economisch onderzoek van een nieuwe stroming die is opgekomen in de jaren '90: "behavioral finance". Deze stroming gaat er van uit dat markten soms irrationeel gedrag vertonen met als gevolg dat niet steeds alle relevante informatie in de marktprijzen is verwerkt, en dat de markt dus niet altijd "gelijk heeft". Akerlof en Shiller zien hierin een belangrijke verklaring van de financiële crisis: te groot vertrouwen van de markt, onmiddellijk gevolgd door een te groot wantrouwen.

Het is duidelijk dat dergelijk irrationeel kuddegedrag afbreuk doet aan de disciplinerende werking van de markt.

Er kan zich gemakkelijk een situatie voordoen van een "duivelse paradox" waarbij een individuele institutionele belegger weet dat bijvoorbeeld de euforie over de prestaties van een onderneming overdreven zijn en dat governanceproblemen sterk worden onderschat, maar dat die institutionele belegger feitelijk niet anders kan dan de markt te volgen. Individuele rationaliteit sluit collectieve irrationaliteit met andere woorden niet uit. Als de onderneming weet dat een belegger ondanks diens kritiek over de corporate governance zal blijven investeren in die onderneming, dan maakt die kritiek weinig indruk. Blaffende honden, zo weet iedereen, bijten niet.

De vijfde beperking betreft: Ondoorzichtige complexiteit

De financiële markten hebben de afgelopen 20 à 30 jaar een hoge graad van geavanceerdheid bereikt. Dat heeft grote voordelen. Het heeft echter ook een keerzijde. De overzichtelijkheid van de markt is door die geavanceerde structuur en het enorme aanbod van producten onder druk gekomen. Liquiditeit is in de afgelopen decennia veel meer de doelstelling geweest dan transparantie. Het gevolg is dat de markt inmiddels zo complex is, dat die voor een "gewone sterveling" nauwelijks meer te doorgronden valt. Voor mijn onderwerp zijn met name intransparante eigendomsstructuren van belang. Dit speelt op een aantal niveaus.

Ik geef ze u in vogelvlucht: 1) onduidelijk is wie precies als aandeelhouder moet worden aangemerkt; er zit vaak een intransparante keten van intermediairs tussen de vennootschap en de aandeelhouder die niet goed in wetgeving is ondervangen, 2) onduidelijk is of uitgebrachte stemmen allemaal goed verwerkt worden; Kahan en Rock noemden dit onlangs "an accident waiting to happen", en 3) onduidelijk is tot slot wie het uiteindelijke economische belang heeft op aandelen;

doordat dit eenvoudig kan worden losgekoppeld, kan de besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering op een intransparante manier worden beïnvloed. We hebben het dan over “hidden ownership” (het houden van een economisch belang zonder juridisch eigenaar van de aandelen te zijn) en over “empty voting” (aandeelhouder zijn zonder enig economisch risico te lopen). Laat ik van dat laatste een voorbeeld geven.

In 2007 bracht, zoals bekend, het Consortium RBS/Fortis/Santander een controversieel bod uit op de aandelen in ABN AMRO. Op 6 augustus 2007 hield Fortis een aandeelhouders-vergadering om daarvoor goedkeuring te verkrijgen. Hoewel de steun voor het bod groot leek, waren er twijfels over de financiering. Verschillende partijen hadden zich daarover kritisch uitgelaten. De koers van Fortis was in de aanloop naar de vergadering met zo’n 14% gedaald. En er verschenen berichten in de media dat een substantieel deel van de aandeelhouders wel eens tegen zou kunnen gaan stemmen. Tot veler verrassing werden de voorstellen tijdens de vergadering uiteindelijk echter aangenomen met een overweldigende meerderheid, rond de 95%. Het is onbekend of er bij deze vergadering sprake is geweest van *empty voting*. Puur op basis van een waarschijnlijkheidsbenadering acht ik die kans echter vrij groot.

Hedge funds hadden op grote schaal posities opgebouwd in ABN AMRO. Die hadden een groot belang bij het slagen van het bod, dat substantieel hoger lag dan het eveneens uitgebrachte bod van het Engelse Barclays. Het bod van het Consortium zou mogelijk zijn gesneuveld als de aandeelhoudersvergadering van Fortis geen goedkeuring zou verlenen. Wat was er voor die hedge funds makkelijker dan die goedkeuring zeker te stellen via *empty voting*: het verwerven van aandelen in Fortis vlak voor de aandeelhoudersvergadering om ze daarna weer van de hand te doen, alleen maar om even vóór te kunnen stemmen zonder verder enig economisch risico te lopen?

Het is niet verboden, er is geen transparantieplicht, het kost relatief weinig geld en dat het mogelijk niet in het belang van Fortis is vanwege onder meer de financieringsrisico's raakt alleen de "echte aandeelhouders", en niet de hedge funds. Nogmaals, ik zeg niet dat dit inderdaad is gebeurd, maar het op zijn minst denkbaar.

De zesde beperking gaat over: Moeilijk voorspelbare veranderlijkheid

De vraag is namelijk: wie *is* nu eigenlijk die financiële markt? De samenstelling van de aandeelhoudersvergadering is immers zeer veranderlijk. Zoals bekend is die om te beginnen steeds internationaler geworden. Illustratief is verder de snelle opkomst van hedge funds als actieve spelers op die markt. Toen in 2003 de Code Corporate Governance werd geschreven, hadden veel mensen nog nooit gehoord hedge funds. In een zeer korte tijd zijn zij als "activistische aandeelhouders" een sterk stempel gaan drukken op de corporate governance van Nederlandse beursondernemingen. In 2006 werd het wereldwijd door hen beheerde vermogen geschat op 1.200 miljard dollar. Maar zo snel als ze kwamen, zo snel verdwenen ze ook weer. Zij kwamen zelf in financiële moeilijkheden. Het valt te bezien hoe hun rol zich zal ontwikkelen op langere termijn. Recent onderzoek voorspelt echter opnieuw een groei van hun vermogen tot een totale omvang van 2.600 miljard dollar tegen het einde van 2013.

Ook veranderende geopolitieke verhoudingen kunnen de financiële markt gaan beïnvloeden. In eerste instantie valt daarbij te denken aan de eveneens snelle opkomst in de afgelopen jaren van staatsfondsen uit onder meer Azië en het Midden-Oosten. Schattingen van hun totale vermogen liggen rond de 3.600 miljard dollar. In de afgelopen jaren zijn zij in toenemende mate gaan beleggen in Westerse ondernemingen, niet in de laatste plaats financiële instellingen.

Ook zij zijn door de financiële crisis hard geraakt, maar ook van staatsfondsen wordt voorspeld dat hun totale vermogen verder zal groeien. Hoe hun opstelling zal zijn en wat hun beleggingsbeleid zal inhouden voor de komende jaren, is echter moeilijk te voorspellen. Onduidelijk is ook of staatsbedrijven in hun kielzog een belangrijkere rol gaan spelen. Denk bijvoorbeeld aan Chinese banken: zij zijn alle overige banken in de afgelopen twee jaar voorbij gestreefd en beheersen nu de wereldwijde top drie.

De zevende beperking betreft tot slot: Zakelijke hardheid

De markt kent geen gevoel, is zakelijk en gaat recht op zijn doel af. Daarin ligt ook een zekere charme. Het draagt bij aan zijn disciplinerende werking. De "hardheid" van de financiële markt komt tot uitdrukking in de opstelling van individuele beleggers. Zij hebben, zeker als het om buitenlandse beleggers gaat, vaak geen morele binding met een onderneming.

Veel aandeelhouders die bezorgd zijn over de corporate governance van een onderneming zoeken echter een constructieve benadering. Maar sommigen hebben beduidend minder geduld en gebruiken hun positie als aandeelhouder als onderdeel van een beleggingsstrategie om op korte termijn een zo hoog mogelijk rendement te behalen. Een veel gebruikte methode daarbij is die van "moral suasion". Hierbij wordt door één of meerdere beleggers op verschillende niveaus de druk opgevoerd, bijvoorbeeld door het doen van vergaande strategische voorstellen en het zonder voorafgaande waarschuwing opzoeken van de media daarmee, iets wat door de inmiddels in de Code opgenomen responstijd van 180 dagen vermoedelijk niet zal worden tegenhouden.

Andere methoden zijn het sturen van brieven aan bestuurders, commissarissen en anderen om hen te wijzen op hun mogelijke aansprakelijkheid, het voeren van juridische procedures mede tegen betrokken individuen, het suggereren van steun van andere beleggers, het doen van goed getimede publieke uitspraken, of het blijven bestoken van ondernemingen met vragen en besprekingen.

Het zijn overigens niet alleen hedge funds die hard zijn in hun opstelling. Het is juist dat bijvoorbeeld pensioenfondsen per definitie een lange termijn-horizon hebben. Maar dat betekent nog niet dat zij zich in individuele gevallen steeds als "lange termijn-aandeelhouder" zullen opstellen. Zij dienen te handelen in het belang van hun eigen deelnemers. Als vanwege turbulente ontwikkelingen een belegging te riskant wordt, zullen zij uit moeten kunnen stappen. Er is dan feitelijk sprake van een overdracht van aandelen door langetermijn-aandeelhouders aan kortetermijn-aandeelhouders. Voor zover dat hedge funds zijn, hebben veel langetermijn-aandeelhouders overigens via die hedge funds nog altijd "exposure" aangezien ze daar zelf ook weer in beleggen.

3. De plaats van "de markt" in het ondernemingsrecht: agenda voor verandering

Dit zijn de zeven belangrijkste beperkingen van de financiële markt zoals ik die onderscheid. En zo kom ik terug bij mijn thema: hoe beïnvloedt de financiële markt het ondernemingsrecht en de governance van Nederlands beursondernemingen?

Tegen het einde van de vorige eeuw groeide de kritiek op de Nederlandse corporate governance, op het "old boys network", gebrek aan kritisch toezicht, en ontoereikende checks en balances.

Wij zagen een kentering door verschillende gebeurtenissen, zoals de invoering van de euro in 1999 en het formuleren van *best practices*. Sindsdien zijn marktdiscipline en aandeelhoudersmacht op basis van de *agency theory* richtinggevend geworden. Die disciplinerende heeft haar uitwerking niet gemist. De afstandelijke vrijblijvendheid van de raad van commissarissen heeft plaats gemaakt voor een sterke betrokkenheid en het opschuiven in de richting van een feitelijk monistisch bestuursmodel. De effectenrechtelijke verplichtingen tot verslaglegging en transparantie van beursondernemingen zijn sterk uitgebreid en aandeelhouders maken steeds vaker gebruik van hun rechten in en buiten vergadering, zoals recent weer bleek toen ondernemingen actief werden aangesproken op hun beloningsbeleid.

Toch blijft de praktijk weerbarstig, zoals ik in mijn bespreking van de beperkingen van de financiële markt heb laten zien. De huidige crisis heeft een nieuwe discussie aangezwengeld over de grondslagen van het financiële systeem en de verhouding tussen markt en beursonderneming. Aanduidingen als Angel-Saksisch, Amerikaans, Rijnland- of Rijnlandmodel mogen niet allemaal even helder en bruikbaar zijn voor de gedachtevorming, zij illustreren wel de onzekerheden over oorzaken, te nemen acties en te verwachten gevolgen. Als wij ook de belangen van andere stakeholders duidelijk willen meewegen of minst genomen “shortermism” willen beperken en willen streven naar aandeelhouderswaarde op lange termijn, als wij ons ook willen richten op beginselen van maatschappelijk verantwoord ondernemen en op waarborging van stabiliteit, maar evenzeer succesvolle innovatie willen bevorderen, dan lopen die doelstellingen niet steeds parallel met die van de financiële markt, en leveren de beperkingen van de financiële markt evenzoveel belemmeringen op voor een effectieve disciplinerende werking ervan.

De situatie waarmee regelgevers, toezichthouders en andere rechtsvormers vandaag worden geconfronteerd, is zonder enige twijfel zeer complex en veelzijdig. Een gebrek aan samenhang en samenwerking bij alle inspanningen, plannen en voorstellen om tot nieuwe rechtsregels te komen, roept daarmee niet slechts het gevaar op van “regulatory competition” maar wellicht ook van “regulatory chaos”, althans van een disharmonie van rechtsregels die de praktijk met overlappingen en hiaten confronteert. Heel veel partijen zijn momenteel veelal afzonderlijk bezig met plannen en hervormingen die ieder voor zich slechts een stukje van de puzzel vormen: ik noem het Ministerie van Financiën, het Ministerie van Justitie, de AFM, DNB, de Monitoring Commissie, de Commissie Maas, de Europese Commissie, IOSCO, CESR, de IASB, en nog anderen, waaronder de rechter. Een totaalaanpak is niet gewaarborgd. Wat dan dreigt is dat er te veel wordt gezocht naar ad hoc oplossingen. Maar als een been gebroken is, dan moet je geen pleisters plakken.

Wij moeten ons er bovendien voor hoeden dat wij niet de fouten van gisteren gaan bestrijden om vervolgens te ontdekken dat de wereld om ons heen geheel veranderd is. We staan opnieuw voor belangrijke uitdagingen die samen met onze ervaringen van de afgelopen tien jaar vragen om grondige analyse. Er is behoefte aan een nieuw evenwicht. De *agency theory* en de werking ervan in ons systeem moeten opnieuw worden geanalyseerd en getoetst aan de hand van de ervaringen die wij inmiddels rijker zijn geworden en aan de hand van nieuw economisch onderzoek, zoals van Richard Layard en Bruno Frey die stellen dat het blindelings nastreven van “welvaartsmaximalisatie” nog niet leidt tot “geluksmaximalisatie”. Maar ook vanuit een streven naar welvaartsmaximalisatie moeten lessen worden getrokken uit onze ervaringen.

De uitdagingen waar wij voor staan vergen kortom een integrale analyse van zowel de economische kant van het functioneren van de financiële markt, als van de invloed daarvan op het ondernemingsrecht. Deze analyse moet leiden tot een integrale agenda voor verandering waarbij handhaafbaarheid en effectiviteit belangrijke randvoorwaarden zullen moeten zijn. Het ligt op de weg van het Nederlandse kabinet en de Europese Commissie om daarin hun eigen verantwoordelijkheid te nemen. Ik heb geen kant en klare blauwdruk voor die agenda. Ik heb slechts willen bijdragen aan de analyse van het functioneren van en de fricties binnen de financiële markt in haar interactie met het ondernemingsrecht. Bij het nadenken over een agenda voor verandering zie ik echter drie niveaus voor me.

[Niveau 1: de financiële markt zelf]

Het eerste niveau betreft het functioneren van de financiële markt en de verschillende spelers op die markt *an sich*. Moet er bijvoorbeeld ook bij beleggers meer aandacht komen voor conflicterende belangen en de inrichting en werking van *incentive*-structuren? Hoe kunnen de risico's van *benchmarking* worden geadresseerd en wat voor rol moet de toezichthouder daar bij spelen? Verder is de vraag of niet concretere stappen moeten worden gezet ten aanzien van “fund governance”; de governance van institutionele beleggers. Die staat tot dusver nog in schril contrast met de aandacht voor “*corporate governance*”. Terecht wordt verder het toezichtinstrumentarium geëvalueerd en worden op Europees niveau concrete stappen genomen om hedge funds onder direct toezicht te stellen, zij het dat ook daarbij de samenhang niet is gewaarborgd. Overigens past bij het nemen van toezichtrechtelijke maatregelen steeds de kanttekening dat die snel een schijnzekerheid opleveren. Daadwerkelijke gedragsverandering kan in de regel veel beter “van binnenuit” worden gestimuleerd.

[Niveau 2: de interactie tussen de financiële markt en de onderneming]

Het tweede niveau betreft de *interactie* tussen de financiële markt en de onderneming. Draagt bijvoorbeeld het stimuleren van relatief grotere lange-termijn-beleggingen door institutionele beleggers – bijvoorbeeld via loyaliteitsdividend of loyaliteitsstemmen – bij aan een betere balans? Of moet daar niet teveel van worden verwacht nu ook zij op beslissende momenten in hun eigen belang korte-termijn-gericht zullen kunnen en misschien moeten handelen? Probleem is verder dat we nog onvoldoende middelen hebben om bij loyaliteitsdividend zeker te stellen dat aandeelhouders hun belangen niet tegelijkertijd *hedgen*. Het kan zeker een bijdrage leveren aan een stabielere systeem, maar het is waarschijnlijk niet het spreekwoordelijke ei van Columbus. Kan het verder uitkeren van stemdividend, het belonen van stemmen met een extra dividend zoals dat bijvoorbeeld in Spanje gebeurt, een effectieve stimulans voor aandeelhouders zijn om nauwer bij de onderneming betrokken te raken, of leiden dergelijke financiële prikkels niet tot daadwerkelijke betrokkenheid?

Ten aanzien van "acting in concert" is grote behoefte aan duidelijkheid en handhaafbaarheid. Wie als aandeelhouder gericht is op de lange termijn en visies uitwisselt met "like-minded" aandeelhouders, of zelfs tot gezamenlijke standpunten komt, moet de zekerheid hebben dat hij niet aan juridische beperkingen of meldingsplichten gebonden is. Wie gezamenlijke actie onderneemt met andere aandeelhouders om op de korte termijn strategische wijzigingen af te dwingen, moet daaraan wel gebonden zijn. Wellicht moet naar aanvullende werkbare criteria worden gezocht, zoals het aannemen van een meldingsplicht niet alleen bij het maken van afdwingbare stemafspraken, maar ook bij "onderling afgestemde gedragingen" gericht op het wijzigen van de strategie.

Openstaande vraag blijft dan nog of daarmee het onderwerp van “wolf packs” afdoende is behandeld.

Verder vergen de intransparante eigendomsstructuren ambitieuze en creatieve maatregelen, waarbij de complexiteit geen argument mag zijn om effectief ingrijpen achterwege te laten. Ook moeten we ons afvragen of verantwoordelijkheden van aandeelhouders niet explicieter en preciezer moeten worden geregeld. Zou bijvoorbeeld niet meer “guidance” gegeven moeten worden over hoe een constructieve dialoog tussen onderneming en aandeelhouders moet worden gevoerd? Hier ligt onder meer een taak voor de rechtspraak. De Monitoring Commissie had bijvoorbeeld in de nieuwe Code Corporate Governance de zogeheten “responstijd” opgenomen (ik noemde die al eerder): dat het bestuur maximaal 180 dagen wordt gegund voor het voeren van dialoog alvorens een aandeelhoudersvoorstel tot wijziging van de strategie op de aandeelhoudersvergadering hoeft te worden behandeld. Het valt te betreuren dat het kabinet die niet wettelijk wil vastleggen om onduidelijkheid met de huidige wettelijke regeling te voorkomen. Ik meen echter dat de rechter desalniettemin de opvatting van de Monitoring Commissie als een invulling zou dienen te beschouwen van de redelijkheid en billijkheid die partijen jegens elkaar in acht hebben te nemen.

[Niveau 3: de onderneming zelf]

Het derde niveau betreft tot slot de onderneming zelf. Is het bijvoorbeeld niet tijd voor een heroriëntatie op het principe, de vormen en de uitwerking van “alignment” als basis voor de praktijk van variabele beloning? Is er niet teveel belang gehecht aan het sturen van menselijk gedrag met regels en financiële prikkels en te weinig aan het stimuleren van een vruchtbare vertrouwensrelatie als basis voor vennootschappelijke verhoudingen?

Dat dit niet eenvoudig is - veel moeilijker dan het verstrekken van financiële prikkels - moet ons niet tegenhouden de mogelijkheden te onderzoeken.

Dit raakt echter ook de wijze waarop binnen de onderneming belangen worden afgewogen en de zelfstandigheid van het bestuur en de raad van commissarissen daarbij. Dit is misschien wel het moeilijkste vraagstuk in de verwevenheid tussen de financiële markt en het ondernemingsrecht en degene die de meeste controverses oproept. Aan de ene kant moeten de positieve verdiensten van de disciplinerende werking van de markt behouden blijven. Als er sprake is van apert disfunctioneren van bestuurders *en* commissarissen dan moeten aandeelhouders uiteindelijk kunnen ingrijpen. Er is echter ook een andere kant aan dit verhaal. Hoe goed we de financiële markt ook reguleren, haar zeven beperkingen zijn voor een belangrijk deel inherent aan de werking ervan. Een te grote invloed vanuit de financiële markt op de corporate governance van beursondernemingen kan daarmee een belemmering opleveren voor een streven naar lange-termijn-duurzaamheid en stabiliteit van beursondernemingen in onze economie.

Ook hier is behoefte aan nieuw evenwicht. Het is niet reëel om op voorhand als uitgangspunt te kiezen dat iedere bestuurder steeds alleen maar in zijn eigen belang handelt zo nodig ten koste van de belangen van anderen. Als dat inderdaad het geval blijkt, dan moet uiteraard ingegrepen kunnen worden. Wij moeten er echter niet voor terugschrikken het debat te heropenen over de reikwijdte en de grenzen van de zelfstandigheid van het bestuur. Naar mijn voorlopige oordeel moeten er inderdaad gegronde redenen zijn om die zelfstandigheid aan te tasten. Vastgesteld zal moeten worden wat die redenen kunnen zijn.

Ik denk dat daarbij past dat de enquêterechter terughoudend is met het benoemen van speciale commissarissen om een “conflict” tussen onderneming en aandeelhouders op te lossen, niet alleen omdat het die zelfstandigheid gemakkelijk kan aantasten, maar ook omdat het tot onwenselijke *moral hazards* kan leiden bij de zittende ondernemingsleiding. Het kan bovendien een constructieve dialoog belemmeren. Wil een "aandeelhoudersdemocratie" werken, dan dient een dialoog primair plaats te vinden in de aandeelhoudersvergadering of in rechtstreekse contacten tussen onderneming en aandeelhouders op basis van ieders positie, en niet in de rechtszaal.

Omgekeerd hebben bestuur en raad van commissarissen een verantwoordingsplicht over de wijze waarop zij in concrete omstandigheden in redelijkheid de betrokken belangen hebben afgewogen. Dat legitimeert hun positie. Dat veronderstelt echter een actiever en transparanter proces van belangenafweging, waarbij bijvoorbeeld in voorkomende gevallen ook expliciete impact-analyses worden gemaakt van voorgenomen besluiten.

Ook de grondslag en werking van de “market for corporate control” (zeg maar de vatbaarheid voor vijandige overnames) behoeft hernieuwde aandacht. Is het voor de disciplinerende werking van de financiële markt nodig om de deur zover open te zetten dat een onderneming op ieder zwak moment moet vrezen voor haar voortbestaan op langere termijn? Ik meen dat dit een erg zwaar middel is om goed bestuur van ondernemingen te waarborgen. Het is wel beschouwd een brevet van onvermogen als we het bij het streven naar goede corporate governance daarvan moeten hebben. Wat beschermingsconstructies betreft moeten wij verder niet uit het oog verliezen dat zowel binnen Europa zelf als in de verhouding tot grote markten buiten Europa een *level playing field* voor een “market for corporate control” simpelweg ontbreekt.

Een passende en werkbare toets zou kortom minder ruimte moeten geven voor invloed op de ondernemingsstrategie vanuit de financiële markt en zou in plaats daarvan meer gericht moeten zijn op het voorkomen van “entrenchment” niet alleen bij een vijandige overname, maar ook al in de periode daarvoor.

4. Tot besluit

Ik rond af met een enkel woord over de financiële crisis. Die staat terecht hoog op de agenda. Voorlopig lijkt het erop dat het functioneren van de financiële markt het ontstaan van een klimaat heeft bevorderd waarin grote risico's werden genomen om kortetermijn-rendement te realiseren, waarin de gebreken van financiële *incentives* zichtbaar zijn geworden en waarin ook de complexiteit van financieringsinstrumenten en –praktijken hun tol zijn gaan eisen. Als we terugkijken, dan is het opmerkelijk dat de onderstroom van al die ontwikkelingen nauwelijks lijkt te zijn opgemerkt in de schokgolf die de beursschandalen in de Enronperiode nog maar enkele jaren geleden veroorzaakten. De financiële crisis die wij nu ervaren kan echter zonder overdrijving worden gezien als een tweede, nogal luidruchtige "wake-up call". Er is dan ook alle reden om de werking van de financiële markt en de interactie met het ondernemingsrecht veel structureler te onderzoeken en te bezien waar verandering en verbetering kan worden aangebracht. Die verandering is niet, zoals Benjamin Franklin lijkt te suggereren, een doel op zichzelf. Maar de verandering *is* al overal om ons heen. Het gaat er slechts om, hoe wij daar op inspelen. Of, om het te zeggen met een uitspraak die door sommigen aan Charles Darwin wordt toegeschreven: “It is not the strongest of the species that survive, nor the most intelligent, but the one most responsive to change”.

Dankwoord

Mijnheer/mevrouw de Rector,

Dames en heren,

Ik ben aan het slot van mijn rede gekomen. Ik realiseer mij dat ik vandaag meer vragen heb opgeworpen dan dat ik antwoorden heb gegeven. Mijn bedoeling is vooral geweest om te wijzen op de kansen die deze tijden van verandering ons bieden om een sterker en duurzamer systeem van corporate governance te creëren. Ik zal daar bij de invulling van mijn leeropdracht door middel van onderzoek ook zelf een bijdrage aan proberen te leveren. Graag dank ik het College van Bestuur en het Faculteitsbestuur voor de gelegenheid die zij mij bieden om dit en ander onderzoek te verrichten en onderwijs te geven aan deze universiteit. Ik zal daar met veel plezier gebruik van maken.

Beste collega's van de vakgroep Privaatrecht en overige leden van de rechtenfaculteit,

Het is mij een groot genoegen van jullie deel uit te mogen maken. Ik heb in de afgelopen periode al jullie betrokkenheid en enthousiasme mogen ervaren en dat werkt aanstekelijk. Ik kijk er dan ook naar uit om met jullie nog veel mooie dingen te gaan doen zowel op het vlak van onderwijs als onderzoek.

Dames en heren studenten,

Er is niets zo inspirerend als onderwijs. Ik verheug mij erop om met u een “learning curve” door te maken en al doende het debat aan te gaan over de vraagstukken die ons bezighouden. Dat geeft ook mijzelf steeds weer nieuwe inspiratie en frisse inzichten.

Beste collega's bij NautaDutilh,

Al mijn hele beroeps carrière combineer ik praktijk met wetenschap. Ik prijs mijzelf gelukkig dat ik bij jullie in een omgeving terecht ben gekomen waar die combinatie wordt gestimuleerd. De beste basis daarvoor vind ik overigens in de zeer plezierige samenwerking met jullie. Die voelt ook na ruim 2,5 jaar nog altijd als een warm bad.

Beste familieleden,

Ik noemde eerder het onderzoek van Richard Layard over de factoren die ons geluk bepalen. Onbetwist op nummer één daarvan staat een nauwe band met je directe familie. Ik weet uit eigen ervaring hoe waar dat is en ik realiseer mij regelmatig hoeveel steun ik daar uit kan putten. Ik denk dan ook, dat ik dat gemiddelde van geluk in de samenleving sterk omhoog trek.

Lieve Marja, Thijs en Mark

Marja, jij bent al ruim 21 jaar mijn steun. Het thema vandaag was verandering. In die 21 jaar is er veel veranderd. Onze omgeving is veranderd. Onze omstandigheden zijn veranderd. Wij zijn zelf veranderd. Maar wat hetzelfde is gebleven, is jouw steun voor mij en daar ben ik je dankbaar voor. Wat die verandering betreft, zou ik willen zeggen: “you look like you did before, only prettier.” Verandering maken we samen door. En het goede is: het wordt alleen maar mooier.

En Thijs en Mark, ik ben trots op jullie. Ik zeg wel eens tegen jullie, dat ik een geheim heb dat je niet mag verklappen, maar ik zeg het nu hier met iedereen erbij: “papa houdt van jullie”.

Ik heb gezegd.