

Ondernemingen en codes voor ondernemingsbestuur als product van hun tijd

door Jean Frijns
(Directeur ABP Vermogensbeheer)
Presentatie t.b.v. SCGOP-symposium

Rotterdam,
27 augustus 2003

Deel 1

**De publieke onderneming is een hachelijke
onderneming**

- **Waardecreatie op basis van duurzame groei**
- **Wat bepaalt gedrag?**
- **Conclusies**

Waardecreatie op basis van duurzame groei

- **Het is goed fout gegaan, ook in Nederlands model**
 - » Baan
 - » Ahold
 - » KPN
 - + minder spectaculaire gevallen
- **Factoren achter falen zijn universeel**
 - » illusie van waardecreatie door financiële constructies (Enron, Baan)
 - » waardevernietiging door onverantwoorde groei strategie (Ahold, KPN, ICT-sector)
 - » financiële markten faciliteerden excessen (waardering internet-ondernemingen, financiering overnames m.b.v. hoge leverage, optiebeloningen)

3

Waardescheppende dan wel waardevernietigende factoren

Potentieel verklarende factoren:

- **Externe omgeving**
 - » marktomgeving
 - » regelgeving
- **Interne bedrijfsomgeving**
 - » gebrek aan duidelijke doelstellingen
 - » interne structuur en machtsverhouding
 - » alignment of interests/belonningsbeleid
 - » gezond financieel beleid

4

Marktomgeving

- **Investment banks verworden tot makelaars in ondernemingen**
 - » overnamegolf in 2e helft jaren 90 was waardevernietigend voor de aandeelhouder
 - echter
 - » vijandige overnames en ontslag bestuur zijn ultieme vorm van disciplinerend door de markt
- **Rating agencies en banken**
 - » falende discipline in jaren 90: SPV's werkten versluierend maar creëerden wel business voor rating agencies en banken
 - echter
 - » 'financial covenants' werken disciplinerend

5

Marktomgeving II

- **Beleggers en aandelenmarkten**
 - » beleggers extrapoleren heden naar toekomst; daardoor gevoelig voor manipulatie winstcijfers (extrapolatie gebakken lucht)
- **Disciplinerend door marktomgeving onmisbaar doch geen precisie-instrument**
 - » markten onderhevig aan krachtige wijzigingen in sentiment
 - » groot aantal partijen afhankelijk van corporate deals
 - » echter markten hebben sterk corrigerend vermogen en hebben, zo lang als het duurt, een vorm van collectief geheugen

6

Regelgeving

- **Standaarden voor verslaglegging**
 - » 'true and fair presentation' miskent ambiguïteit waardering
 - » principles based accounting staat haaks op roep naar meer regelgeving
- **Codes voor goed ondernemingsbestuur**
 - » zelfregulering is te zwak
 - » comply or explain gaat een stap verder
 - » wetgeving en toezicht: toezichthouders zullen aan belang winnen
 - » wat durft toezichthouder: minimaliseren kans op eigen falen (safety first)
 - » indirecte kosten toezicht niet onderschatten: safety first rules verstikken ondernemerschap

7

(Gebrek aan) duidelijke doelstellingen

- **Vertaling 'vennootschappelijk belang' in duidelijke ondernemingsdoelstellingen, immers**
 - » waardecreatie op basis van duurzame groei dient primair uit bedrijfsvoering te komen en niet uit riskante financiële constructies of kapitaalmarkttransacties (M+A)
 - » in wilde jaren 90 waren kapitaalmarktgedreven activiteiten lucratiever dan verbetering bedrijfsvoering
- **Vermijden moeras van meervoudige doelstellingen**
 - » Nederlandse stakeholdersmodel loopt risico van doelstellingenarbitrage en verstarring
 - » gebrek aan accountability
 - » duurzame waardecreatie voor aandeelhouders is doel publieke onderneming

8

Interne structuur en machtsevenwicht

- **Scheiding van eigendom en bestuur creëert informatie-asymmetrie en principal-agent conflict**
 - **Afweging belangen andere stakeholders geschiedt door agent**
 - **'Oplossing door creatie 'checks and balances' binnen de onderneming vereist**
 - » transparante externe verslaglegging
 - » toezicht door onafhankelijke RvC
 - » AvA als stok achter de deur
- doch huidige praktijk schiet tekort**

9

Alignment of interests door beloningsbeleid

- **Jensen: creëer belangenparallellie tussen principal en agent**
 - » maak agent mede-eigenaar dan wel
 - » laat agent delen in waardeinstijging onderneming
- **Vormgeving door korte termijn opties desastreus**
 - » kosten optieconstructies weggemoffeld
 - » korte termijn karakter geeft verkeerde incentives

10

Alignment of interests door beloningsbeleid II

- **Verbeteringen mogelijk maar effectiviteit blijft dubieus**
 - » effectiviteit staat of valt met uitvoering (W. Buffet)
- **Alternatief voor de wortel is de stok**
 - » hoge vaste beloning plus dreiging ontslag zonder riante exit
 - » wat zijn de (onvoorziene en ongewenste) effecten van dat systeem?

Gezond financieel beleid

- **Creatief boekhouden en acceptatie van hoge winstinhoudingsquote in combinatie met hoge leverage**
 - » boden de ruimte voor excessen van jaren 90
 - » leidden tot opbouw gigantische overcapaciteit in veel bedrijfstakken
- **Prudent financieel beleid werkt disciplinerend**
 - » voorkomt excessen
 - » Arnott en Asness (2002): inverse relatie tussen ingehouden winsten en winstgroei

Conclusies deel I

- **Publieke onderneming kent veel snijverlies**
 - » disciplineren via markten heeft 'bang bang'-karakter: alleen bijsturing bij duidelijke overschrijding grenzen; (bijsturing via koersval aandelen, overnames, ontslag bestuurders en gang naar de rechter)
 - » disciplineren via RvC werkt alleen indien AvA de stok achter de deur is
 - » disciplineren via accountants of andere toezichhouders niet uitbreiden: middel is erger dan de kwaal

Hoe verder ?

- **Zet in op disciplineren via**
 - » RvC met AvA als stok achter de deur
 - » beloningssysteem gekoppeld aan duidelijke doelstellingen
 - » de markt, als ultimum remediumen
 - » accepteer enig snijverlies als prijs van ruimte voor ondernemerschap

Deel II De Nederlandse Corporate Governance Code

- **Doel code**
 - » herstel vertrouwen in integriteit ondernemingsleiding
 - » in lijn brengen Nederlandse Corporate Governance praktijk met internationale best practice
- **Een viertal aandachtspunten**
 - » zwaardere en specifieke verantwoordelijkheden RvC
 - » stringenter belonings- en exitbeleid
 - » grotere bevoegdheden AvA
 - » expliciete verantwoordelijkheid institutionele belegger

15

Zwaardere rol RvC

- **Taak**
 - » algemene afweging belangen vanuit 'vennootschappelijk belang'
 - » toezicht op gang van zaken in vennootschap
 - » verantwoordelijk voor kwaliteit eigen functioneren
- **specifieke taken**
 - » audit-commissie
 - » remuneratie-commissie
 - » selectie- en benoemingscommissie voor RvC, Bestuur en hoger management
- alsmede
 - » beoordeling strategie en risicoprofiel

16

Opmerkingen

- **Veel nadruk op specifieke taken RvC**
 - » neemt deel controletaken externe accountant over
 - » krijgt via remuneratie- en benoemingscommissie steeds zwaardere rol in bedrijfsvoering
- **Specifieke taken kunnen afleiden van hoofdtaken**
 - » toetsen ondernemingsstrategie aan doelstelling duurzame winstgroei
 - » toezien op ordentelijke belangenafweging
 - » toezien op gezond financieel beheer
- **Vragen**
 - » tendens naar one-tier board?
 - » moet daarom rol AvA worden aangescherpt?

17

Specifiek beloningsbeleid

- **Zeer eigenzinnig geluid**
 - » code kiest voor Nederlandse invulling door nadruk op vaste beloning in combinatie met ruime ontslagmogelijkheden en magere vertrekregeling
 - » code kiest dus meer voor stok dan voor wortel
- **Opmerkingen en vragen**
 - » voorstellen sluiten niet aan bij internationale praktijk
 - » keuze voor de stok leidt ongetwijfeld tot ongewenste maar nu nog niet voorziene gedragseffecten
 - » worden bestuurders huurlingen die op contractbasis worden ingehuurd door RvC?
 - » wie is dan verantwoordelijk voor continuïteit beleid?
 - » hebben we de risico's in beeld?

18

Rol aandeelhouder

- **Commissie onderkent dat aandeelhouders speelveld moeten betreden om effectief rol te kunnen spelen in systeem van checks and balances**
 - » bemoedigend geluid in Nederlandse polder
 - » hulde voor concrete stappen: versterken benoemingsrecht, goedkeuring belangrijke bestuursbesluiten, fiduciaire verantwoordelijkheid Administratiekantoor t.o.v. certificaathouders
- **Invulling bevoegdheden gaat niet ver genoeg**
 - » AvA moeten leden RvC en RvB kunnen benoemen en ontslaan, ook in structuurregiem
 - » rol AvA in winstaanwending moet sterker (allocatierol kapitaal terug naar aandeelhouder = eigenaar van het kapitaal)

19

Verantwoordelijkheid institutionele beleggers

- **Disciplinerende rol aandeelhouders onmisbaar voor goed functionerende publieke onderneming**
 - » alleen institutionele belegger kan die rol vervullen
 - » zie Berle (1928): 'Big boys' have the financial power needed to obtain correct information and combat abuses
- **Institutionele belegger heeft daartoe meerdere instrumenten**
 - » stemmen met de voeten
 - » 'positive engagement'
 - » uitoefenen rechten aandeelhouder

20

Verantwoordelijkheid institutionele beleggers II

- **Belangenconflicten bij institutionele beleggers zelf**
 - » vermogensbeheerder en verzekeraar/bank
 - » pensioenfonds als verlengstuk onderneming
- vereist transparantie t.a.v. uitoefening fiduciaire verantwoordelijkheid naar begunstigen**

21

Conclusies deel II

- **Code voorziet in duidelijke behoefte en onderkent noodzaak disciplinemechanismen**
- **Concrete stap vooruit in bereiken internationale best practice**
- **Code is tijdgebonden als reactie op corporate missers**
 - » nadruk op specifieke taken RvC kan ten koste gaan van hoofdtak
 - » Nederlandse invulling remuneratiebeleid opmerkelijk
- **Op onderdelen gaat code niet ver genoeg**
 - » taak RvC in concretiseren vennootschappelijk belang
 - » bevoegdheden AvA t.a.v. benoeming bestuurders en/of RvC moeten groter

22