

De Concept-Tabaksblat-Code

Enige vragen en opmerkingen

door

dr. P. Korteweg

Motto: You have to take risks
Those who avoid them
take the biggest risk of all

1. Dat er een good governance code zou komen was onvermijdbaar. Dat heeft de corporate wereld aan zichzelf te danken. Als je het grote publiek gebruikt om via aandelen en obligaties geld aan te trekken om te ondernemen, en je jukt dat publiek voor over je winstgevendheid of gebruikt dat geld om jezelf te verrijken, dan vraag je erom en krijg je het ook.

De snelle reactie van de Commissie Tabaksblat is daarom alleen maar toe te juichen. Ook al omdat Nederland, met zijn vele grote internationale ondernemingen, niet achter kon blijven bij de wetgeving van Sarbanes-Oxley (US), de codes van Higgs (UK) en Cromme (Dld) en de voornemens van Bolkenstein (EU).

Aldus moet iedereen lijden onder de zonden van weinigen. Want het jokken over de winstcijfers is beperkt gebleken tot slechts enkele bedrijven. En datzelfde geldt voor de zelfverrijking van het management. De overgrote meerderheid der ondernemingen was fatsoenlijk en bleek eerlijk. En zoals we weten: eerlijk duurt het langst.

Ik merk daarbij op dat corporate jokken en verrijken zich van modellen en culturen kennelijk weinig aantrekt. Het kwam voor in de Rijnlandse stakeholder cultuur met 2-tier boards, en in de Angelsaksische shareholder cultuur met 1-tier boards.

2. De Tabaksblat-code is gericht op de controle op en verdeling van de macht in de onderneming, en op de accountability van de machthebbers. Vanwaar die voortdurende belangstelling voor de onderneming, en dan vooral voor de genoteerde onderneming, oftewel wat de Engelsen noemen de 'limited liability joint stock company'. Omdat dat type onderneming zo cruciaal is voor de productiviteit, de welvaart en de welvaartspreiding. Dat vereist niet alleen goede omgangsvormen van de onderneming met de maatschappij, maar ook van de maatschappij met de onderneming.

De limited liability joint stock company is misschien wel de grootste uitvinding van de laatste anderhalve eeuw geweest. Het feit dat de NV als artificiële persoon zaken mocht doen als een reële persoon, verhandelbare eigendomsbewijzen (aandelen) kon uitgeven aan onbeperkte aantallen beleggers, die slechts aansprakelijk waren voor het ingelegde bedrag in plaat van met hun hele vermogen, en niet ontbonden hoefde te worden als een aandeelhouder overleed of er mee ophield, maakte het pas echt mogelijk om te ondernemen en te financieren in het groot en alle kansen te grijpen die technologische revoluties bieden.

Die grote technologische revoluties (de Industrial Revolution met de stoommachine [1782 – 1845], de Railrodisation met spoor- en waterwegen, havens en stations [1845 – 1892], de Electric Age met train, plane and automobile [1892-1948] en de Plastic Age met petrochemie en electronica, tv en de computer [1948 – 1992], en sinds 1992 de Digital Age met ICT en biotechnologie) zouden zonder de limited liability joint stocks company nooit tot die productiviteitsgroei, welvaartsgroei en

welvaartsspreiding hebben geleid, die het westen incl. Japan hebben meegemaakt in de laatste anderhalve eeuw. Hoe het ging zonder beurzen en NV's ziet u in Afrika en het Midden Oosten: stagnatie en armoede.

3. Het is dus duidelijk: op de NV en op de beurs moeten we zuinig zijn. Even zo duidelijk is dat we nooit van de 'animal spirits' van de ondernemers afkomen. En gelukkig maar. Dus zullen er altijd codes nodig blijven om die spirits te kanaliseren.
De Tabaksblad-code is zeker de laatste niet. Codes reageren meestal op wat er mis ging. Voortaan mag er niet meer gejokt worden over de winst, en mag geen zelfverrijking meer plaatsvinden. Hoe lost de Cie-Tabaksblad dit op: door een groot deel van de macht te verschuiven van het bestuur naar de toezichthouder, de RvC, een beetje van de macht naar de aandeelhouders, en door veel procedureregels.
Dus moet de externe accountant onafhankelijker en vaker gerouleerd worden. Dus moeten commissarissen nog onafhankelijker worden en meer tijd besteden aan minder commissariaten. Dus moeten er gespecialiseerde commissies van commissarissen komen voor de boeken, de beloningen en de benoemingen. Dus moet er meer transparantie en dus meer verslaglegging komen, ook –pas toe of leg uit- van de toepassing van de code.
Dus moet het variabele deel van de beloning van bestuurders gemaximeerd worden, en moeten ze om de 4 jaar opnieuw solliciteren, en verliezen ze hun werknemers-status terwijl als ze binnen die vier jaar toch buiten hun schuld ontslagen worden maximaal één jaar vast salaris meekrijgen, en dus eigenlijk een nog kortere benoemingstermijn hebben dan ze dachten.
Ook de aandeelhouders krijgen er wat macht bij. De eigenlijke eigenaren van de onderneming mogen goedkeuring verlenen aan grote overnames of afstotingen van bedrijfsonderdelen, aan het beloningsbeleid voor bestuurders en commissarissen, en aan het dividend- en reserveringsbeleid. Wat aandeelhouders nog steeds niet mogen is bestuurders en commissarissen benoemen (desnoods op voordracht van de RvC), of de strategie van de onderneming –en daarmee het ondernemingsdoel- goedkeuren.

4. Dit voert ons tot de kern van de zaak. Naast een groot aantal procedureregels herschikt en herverdeelt de code de macht in de onderneming van managers (bestuurders) naar toezichthouders (Raad van Commissarissen) en eigenaren (aandeelhouders). Dat is typisch Nederlands: herverdelen.
Wat de code nalaat is te definiëren wat de macht inhoudt en wat hem legitimeert. Macht moet een doel hebben en dat doel bevorderen. Op zijn minst zou herverdelen van de macht in de onderneming het bereiken van dat ondernemingsdoel moeten bevorderen. Zonder helderheid over het eigenlijke ondernemingsdoel is de legitimiteit en effectiviteit van de code niet te beoordelen.

De macht in de onderneming moet gelegitimeerd worden, en de legitimatie ligt in het ondernemingsdoel. In Nederland, met zijn achterhaald structuur-regime, is die legitimatie en de erop gebaseerde accountability zwak geworden. Zo lang dat zo is zal dat problemen blijven oproepen qua maatschappij acceptatie, en blijven codes nodig zonder dat ze het echte probleem oplossen.

Als de legitimatie van de macht van en in de onderneming ontbreekt, omdat in wet-, regel- en code-geving het ondernemingsdoel ontbreekt (wat maakt een activiteit een onderneming) is dat op zich al ernstig genoeg. Dat wordt nog versterkt, omdat –ook al zou de macht wel helder gedefinieerd zijn- de legitimiteit van de onderneming per definitie aan eb en vloed onderhevig is.

Nu lijkt het vertrouwen van kapitaalverschaffers weg wegens exhibitionistische zelfverrijking en jokken over de winst. Maar als binnenkort de conjunctuur weer aantrekt en de ondernemingen weer stijgende winsten maken, is dat vertrouwen zo weer terug. Want zolang er gespaard wordt bij banken, beleggingsfondsen, verzekeraars of pensioenfondsen, moeten deze krediet verlenen en aandelen en obligaties kopen. Als de rendementen tegenvallen kunnen ze even hun adem inhouden en liquide blijven. Maar dat levert niets op. Als de economie aantrekt moeten ze voor hun

klanten en belanghebbenden weer risico's nemen om hogere rendementen te behalen.

5. De eb en vloed in de legitimatie van de onderneming gaat samen met de eb en vloed in de economie. De opgaande fase wordt aangedreven door de nieuwe kansen die doorbraaktechnologieën de ondernemer bieden. Dan wil iedereen bij de onderneming werken. De ondernemer is de held. Hij grijpt zijn kansen liefst vóór zijn concurrent het doet. Wie het eerst op de markt is, het eerst maalt. Zo denken ze allemaal, en zo overschatten ze zowel hun marktaandeel als de marktomvang. Dat komt omdat ze elkaars plannen niet kennen. Dus wordt er te veel geïnvesteerd en geleend, te veel capaciteit toegevoegd, die nooit winstgevend zal worden. De eerste winstwaarschuwingen volgen. Het grote uitzweten van overcapaciteit en te veel schuld zal spoedig beginnen. Zoals het opkomend tij alle boten deed rijzen, zo blijkt bij teruglopend tij wie er zonder zwembroek zwom.

Het is op dat omslagpunt in de vloed-eb cyclus, die telkens zo'n 8 à 10 jaar duurt, dat de gevaren het grootst zijn. Dingen beginnen tegen te vallen. De afzet blijft achter bij het optimistische scenario. De ingewijde weet dan dat later de winst tegen zal vallen, en daarna de koersen. Dat is het moment waarop de verleiding groot is te manipuleren en de zaken mooier voor te doen dan ze zijn. Dat geldt in shareholder-culturen en in stakeholder-culturen. Als de eb dan doorzet of langer duurt dan gedacht, komt naar buiten wat er gebeurd is: winstmanipulatie. Weg vertrouwen, weg koersen, weg bestuurder. Dit is niet de eerste keer dat het gebeurd is, en het zal niet de laatste keer zijn, code of niet.

Binnen het structuurregime is de legitimatie van de macht in de onderneming al zwak, en in een teruglopende conjunctuur wordt hij nog zwakker.

De maatschappelijke legitimatie van de onderneming ligt zoals eerder beschreven in het feit dat het de brenger is van productiviteitsstijging en van breed gespreide welvaart.

Maar waar ligt de macht binnen de onderneming. Wie verantwoordt zich voor wat aan wie. Wie past de sancties toe. Wie is daartoe gelegitimeerd. Zolang dat onhelder is is de accountability onhelder. Procedurele transparantieregels (rapporteur, pas toe, leg uit) helpen dan niet. Als onhelder is wat het doel van de onderneming is en met welke strategie en welke instrumenten dat doel bereikt moet worden, blijft onhelder wie voor wat verantwoordelijk is. Dan schuift de macht als vanzelf naar de meest ingewijden: de bestuurders. Die denken dan dat ze de eigenaren zijn. Dat is het aloude agency-probleem.

6. Het eigenlijk doel van de onderneming mag en kan ten principale niet anders zijn dan het maximeren van de eigenaarswaarde via het verkopen van goederen en diensten. De eigenaarswaarde is heel simpel de gediscoteerde waarde van alle toekomstige kasstromen. Niet dus het maximeren van de kwartaal- of jaarwinst, niet het maximeren van de aandelenkoers en niet de continuïteit. Het doel is alleen het maximeren van datgene wat overdraagbaar en dus verkoopbaar is, en dat zijn de toekomstige kasstromen. Die bestaan voor de eigenaar uit de uit te keren winsten en de te realiseren waardevermindering of daling bij verkoop van de onderneming. Alle acties, van wie dan ook in de onderneming, en dus ook alle gedragscodes, moeten op dat doel gericht zijn. Dat is de maatstaf voor de beoordeling van de acties van de onderneming, haar bestuurders, toezichthouders en personeel. Alles wat gedaan of nagelaten wordt, wat het doel niet dient, is doelloos en dus verkeerd gebruik of misbruik van de schaarse middelen van de onderneming.

Wie houdt de bestuurders aan dat doel? De toezichthouders. Wie bepaalt of zij dat goed doen? De eigenaren. Wie zijn de eigenaren? In elk geval niet de bestuurders. In elk geval niet de commissarissen. In elk geval ook niet de stakeholders: werknemers, leveranciers, bankiers, obligatiehouders, klanten, concurrenten, media, overheid, ngo's. Dat je als stakeholder in een al dan niet contractuele relatie staat met de onderneming maakt je nog geen eigenaar.

Wat ook als stakeholder je belangen zijn bij de onderneming, die belangen kunnen niet het doel van de onderneming zijn. En de Raad van Commissarissen mag dan ook nooit het behartigen en afwegen van die belangen tot ondernemingsdoel maken, en daarmee tot maatstaf voor de beoordeling en verantwoording van bestuurders. En dat is nu precies waar artikel 3 van de preambule van de concept-code toe leidt. Daar staat letterlijk: 'Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen [van de stakeholders, PK], doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Ten behoeve hiervan [cursivering PK] streeft de vennootschap naar een zo groot mogelijke rentabiliteit op lange termijn over het geïnvesteerde vermogen'.

Hier staat dus dat het primaire doel van de onderneming is continuïteit en behartigen van de belangen van de stakeholders, en dat het rentabiliteitsdoel daar slechts een afgeleide van is. De onderneming wordt gezien als een coöperatie.

Maar de onderneming is geen cooperatie, geen overheid, geen kerk, geen club, geen vakbond, geen liefdadigheidsinstelling, geen ontwikkelingshulp. Doel van de onderneming is niet de werkgelegenheid, de belastingopbrengst, het sociale beleid, de armoedebestrijding of de continuïteit van afnemers of concurrenten. Waarom niet? Omdat de stakeholder-belangen fundamenteel uiteenlopend zijn en dus tegenstrijdige verantwoordingsvragen aan het ondernemingsbestuur zullen stellen zonder dat de stakeholdersaanpak criteria biedt hoe de uiteenlopende belangen gebalanceerd moeten worden. Welk belang heeft welke prioriteit, of zijn ze allemaal gelijk. Wie het weet mag het zeggen. De stakeholders-aanpak schiet fundamenteel tekort daar waar het juist om gaat: het leidt tot confusie in plaats van helderheid over ieders aanspreekbaarheid.

Wil dat dan zeggen dat de onderneming geen oog moet hebben voor de belangen van de stakeholder. Natuurlijk niet. Ondernemingen zijn onderworpen aan de wetten van het land waar ze werkzaam zijn. En als ze meer willen doen dan wet en regel vereist is dat prachtig. Mits het voldoet aan de maatstaf van het enige echte ondernemingsdoel, namelijk maximeren van de eigenaarwaarde, i.c. de gediscoteerde waarde van alle toekomstige kasstromen. Daar zijn ook de stakeholders het beste mee gediend. De bijdragen aan dat doel moeten ook de systematische basis zijn voor het beloningsbeleid. Belonen los van de bijdrage aan dat doel is niet te rechtvaardigen, en daarmee onrechtvaardig, en komt neer op misbruik van schaarse ondernemingsresources.

7. Wie zijn dan wèl de eigenaren van de onderneming, als het niet de bestuurders, de commissarissen of de stakeholder zijn. Dan blijft er maar één legitieme partij over, een partij die in Nederland door structuurregime en beschermingsconstructies onrecht is, -namelijk in het geval van de beursgenoteerde onderneming- de aandeelhouder.

Zolang we dat niet hardop durven zeggen en blijven vastzitten aan het structuurregime uit de polder van de jaren '70, zolang we de rechten van de aandeelhouders (en die wonen allang niet meer alleen in Nederland) niet durven herstellen in wet- en regelgeving, zolang blijven we uitvoerige en gedetailleerde codes nodig hebben. En erger, zolang we de eigenaar zijn rechten niet durven teruggeven, blijft de accountability, de aanspreekbaarheid van bestuur en commissarissen onscherp en daarmee hun maatschappelijke legitimiteit beperkt. Steeds vaker komen met steeds uitvoeriger codes biedt daar geen oplossing voor.

Als de aandeelhouders als eigenaars van de onderneming bestuur en RvC aan het ondernemingsdoel zouden mogen houden, zou dat betekenen dat ze de ondernemingsstrategie moeten goedkeuren, alsmede de systematiek waarop het beloningsbeleid van bestuurders en commissarissen is gebaseerd (niet perse de concrete beloning per geval). En ze zouden de toezichthouders op het ondernemingsbeleid moeten benoemen. Dan zou er geen code nodig zijn voor het maximum van de variabele beloning of het aantal commissariaten en voorzitterschappen. Of de aandeelhouders beslissen erover, of de code, maar niet alle twee. De aandeelhouders besluiten per definitie datgene wat het beste het ondernemingsdoel dient. En bij het bereiken daarvan vaart iedereen wel, ook de stakeholders.

De logische vervolgstap op de concept-code van Tabaksblat zou dus zijn de opheffing van het structuurregime. Dat scheelt een heleboel regels en zet de halfslachtige accountability van de ondernemingsorganen weer op scherp. De medezeggenschap van werknemers zou geregeld kunnen blijven in de Wet op de Ondernemingsraden (adviesrecht reorganisaties, overnames, benoemingen van bestuurders en commissarissen), eventueel versterkt met een beroepsrecht bij de Ondernemingskamer.

Dat zou vele malen beter zijn dan invoering van het nog door Paars II ingediende, op een SER-advies gebaseerde, wetsvoorstel over het structuurregime dat nu bij de Tweede Kamer ligt. Dat houdt o.a. in dat eerderde van het aantal commissarissen bij structuurvennootschappen vervuld moet worden op basis van een bindende voordracht van de OR. En met dat als uitgangspunt pleit de Cie. Tabaksblat met droge ogen voor een grotere onafhankelijkheid van de Raad van Commissarissen, omdat dat het vertrouwen van de kapitaalmarkten zou herstellen.

Overigens, als de polder de polder blijft en iedereen voor alles en dus niemand voor iets verantwoordelijk en aanspreekbaar is, en het structuurregime blijft, en de code dus nodig is, dan zou de wetgever kunnen overwegen voor te schrijven dat de ondernemingswinst altijd geheel wordt uitgekeerd aan aandeelhouders. Dat zou een belangrijke conflictsituatie tussen managers en eigenaren opheffen. Over winst kan namelijk gejouk worden en met winst kan gemanipuleerd worden. Dat kan met dividend niet. Die moet er gewoon zijn. Zo'n verplichting zou ook in belangrijke mate de bestuurders in een structuurvennootschap de middelen ontnemen om zelf eigenaar te spelen. Als ze goede investeringsvoorstellen hebben waarvoor ze aandelenkapitaal nodig hebben moeten ze telkens verplicht naar de aandeelhouders toe. Dat dwingt ze tot eerlijkheid en respect voor de eigenlijke eigenaren van de onderneming, zelfs in een structuurregime.

8. En dan nu de hamvraag. Zijn aandeelhouders in staat en bereid de eigenaarsrol te spelen. Zijn het niet gewoon financiële beleggers, alleen geïnteresseerd in het rendement op hun aandelen. Zijn het niet in plaats van eigenaren van de onderneming alleen maar eigenaren van hun aandelen. Kijk maar wat er in de aandeelhoudersvergadering zit, zowel in termen van leeftijd als in termen van het uitstaande aandelenkapitaal. Hier lopen oorzaak en gevolg dooreen. Zou u komen als u niets in de melk heeft te brokkelen, al jarenlang niet, en u alleen met het dividend tevreden moet stellen?

Sommigen suggereren als oplossing dwang: de aandeelhouder moet verplicht komen of verplicht stemmen. De concept-code vergt van institutionele beleggers hun stemgedrag uit te leggen. Al die regenteske verplichtingen zijn nodig omdat aandeelhouders niet komen omdat ze niets te zeggen – in de zin van zeggenschap – hebben. Verander dat en ze zullen komen al of niet via belangenvertegenwoordigers.

De echte vrees lijkt me eerder dat ze komen en hun rechten opeisen en daarmee de macht van besturen en commissarissen inperken.

Iets anders is dat het activisme van in hun rechten herstelde aandeelhouders voor henzelf nieuwe problemen zal creëren.

Particuliere aandeelhouders zullen wel stemmen, vooral als het ook per proxy mag. Daar zorgen VEB en anderen wel voor.

Beleggingsfondsen zullen veelal niet komen omdat ze vaak wereldwijd in heel veel ondernemingen beleggen en niet de tijd en het personeel en de budgetten hebben om naar al die aandeelhoudersvergaderingen te gaan. Ook daar helpt proxy voting.

Banken en verzekeraars hebben een pettenprobleem. Ze verstrekken vaak kredieten aan en verzorgen pensioenregelingen voor de ondernemingen waar ze ook aandelen in hebben.

En pensioenfondsen hebben eveneens problemen. In hun besturen zitten werkgevers en werknemers, vaak afgevaardigden van de koepels, met maatschappelijke belangen die niet perse sporen met het belang van het pensioenfonds. En ondernemingen zien niet graag dat hun eigen pensioenfonds andere ondernemingen de maat gaat nemen.

De claim to fame van de hier genoemde institutionele beleggers is dat ze kunnen onderscheid

maken tussen goede en slechte ondernemers, niet dat ze zelf een bedrijf waarin ze beleggen kunnen leiden. En alle institutionele beleggers hebben eenzelfde probleem, namelijk dat activistisch aandeelhouderschap, je bemoeien met ondernemingsbeleid, benoemingsbeleid, beloningsbeleid etc. vooronderstelt dat je loyaal bent met de onderneming in goede en slechte tijden. Je kunt niet weglopen als je net gestemd hebt of een ander beleid hebt geforceerd. Maar wachten op de onzekere resultaten daarvan kan nadelig zijn voor de beleggingsresultaten. En daar moet het ze toch eigenlijk om gaan. En die vereisen flexibiliteit, stemmen met de voeten, en dus ontrouw.

Herstel van de eigenaarrechten van aandeelhouders zal dus tot grote verhelderingen moeten leiden bij de institutionele beleggers en hun corporate governance. Als eigenaar kun je niet weglopen, als belegger wel.

Welke pet wil je dragen. Behalve bij de ondernemingen zal dus ook bij de institutionele beleggers herstel van de eigenaarrechten tot verheldering van hun doelen leiden, tot verscherping van de accountability, tot grotere transparantie van de besluitvorming, kortom tot betere corporate governance. En dat valt alleen maar toe te juichen. En als de aandeelhouders menen dat ze hun eigendomsrechten niet kunnen of willen uitoefenen om hen moverende redenen, dan kunnen ze altijd de raad van commissarissen tot nader order mandateren te doen wat zij zelf niet kunnen. Maar dat is dan een vrije keuze, niet een plicht zoals onder het structuurregime.

Mijn conclusie is daarom: verander de wet, hef het structuurregime op, herstel de eigenaarrechten van aandeelhouders, legitimeer zo de macht van de onderneming, regel de medezeggenschap van werknemers in de Wet op de Ondernemingsraden. Dat is eigenlijk de logische consequentie van de code. Dan kan je toe met een veel minder gedetailleerde code. Die kan dan veel meer principle-based in plaats van rule-based worden en gericht zijn op transparantie, effectiviteit en controleerbaarheid van het ondernemings-bestuur en niet zoals nu op de machtsverdeling tussen stakeholder.

Als je dat niet wilt en het structuurregime wilt behouden en de eigenaars wilt blijven ontrechten, geef de aandeelhouder dan in elk geval op zijn minst verplicht alle winst. Die is in elk geval van hem, daar moet hij op zijn minst over kunnen beschikken. Dan komt alsnog de economische macht te liggen waar hij hoort. Dat zal list en bedrog van bestuurders een stuk onaantrekkelijker maken.

9. Als het structuurregime blijft en de raad van commissarissen de macht houdt, en de code van Tabaksblad dus nodig blijft, resteert een aantal vragen.
De concept-code leidt er namelijk toe dat de commissarissen veel dichter op het beleid moeten gaan zitten dan voorheen, en veel pro-actiever moeten interveniëren. Past dat in het 'achteraf' toezichtsmodel van artikel 2: 140, lid 2 van het Burgerlijk Wetboek. Wordt daarmee de commissaris geen quasi bestuurder of medebestuurder, met alle medeaansprakelijkheid voor beleidsfouten van dien. Als we de rol van de commissaris aldus aanpassen naar vooraf toezicht, kan dat dan zonder wetswijziging cq. welke wetswijziging is daarvoor nodig. Een andere vraag is of de 'nieuwe' commissaris voor zijn nieuwe rol als medebestuurder is toegerust. Hij moet dat toezicht in een 2-tier bestuursmodel in onafhankelijkheid kunnen verrichten, dus onafhankelijk van het bestuur. Maar voor al zijn informatie als toezichthouder blijft hij afhankelijk van dat bestuur. Dat vergt binnen de kortste keren aparte bestaafing van de raad van commissarissen. Op iedere vliegtuigmotor een aparte piloot. Dat kan natuurlijk niet. Dan kunnen we maar beter snel op het one-tier bestuursmodel overgaan.

Een andere vraag is waarom de code zo restrictief moet te moeten voorschrijven wat de duur van het arbeidscontract van de bestuurder is, wat de maximale uitkering bij voortijdig ontslag is, wat de verhouding tussen vast en variabel inkomen is, wat het maximaal aantal commissariaten en voorzitterschappen bedraagt. Dient dat het door mij eerder beschreven ondernemingsdoel? Zo niet, dan kunnen ze beter uit de definitieve code verdwijnen, want dan zijn het alleen maar voorschriften voor de politiek correcte bühne. De 'urge to purge' moet wel met verstand en terughoudendheid worden toegepast.

Tenslotte nog dit. Ondernemingen zijn levende organismen. Ze kunnen van gedaante veranderen. Als het ondernemingsdoel niet meer bereikt kan worden via de beursgenoteerde structuurvennootschap, als te veel wetten en regels en codes ondernemen binnen zo'n ondernemingsstructuur te moeilijk maken, dan zullen andere ondernemingsvormen ontstaan. Als de onderneming zijn zaken niet efficiënter meer kan of mag doen dan de open markt, verliest ze haar bestaansrecht. Het proces van ontbundeling van de grote, multidivisionele hiërarchische onderneming is al in volle gang. Ondernemingen worden door de markt gedwongen zich te focussen op hun kerncompetenties. In 1974 namen de 100 grootste Amerikaanse ondernemingen nog 36% van het binnenlands product voor hun rekening; nu is dat nog maar 16%. Grote leveraged buy-out firms, de opvolgers van de eertijds gevreesde corporate raiders, nemen bedrijven of onderdelen ervan van de beurs en voorzien ze van private financiering onder het motto: equity is soft, debt hard; equity is forgiving, debt insistent; equity is a pillow, debt is a sword. Als eigenaren via de publieke aandelenmarkt, vanwege structuurregime en beschermingsconstructies, het bestuur van de onderneming niet onder controle kunnen krijgen, zal de kapitaalstroom weg gaan van de beurs richting buy-out en hedge fund firma's. De private financier neemt het dan over van de publieke markt onder het motto 'money goes where it wants and stays where it is well treated'. Die twee trends

- ontbundelen van de onderneming en van de beurs halen van bedrijven- past wonderwel op wat beleggers steeds meer willen. Die willen het liefst zelf hun beleggingsrisico's over ondernemingen spreiden; dat hoeft de gediversifieerde onderneming niet voor ze te doen. En ze willen het liefst af van de koersschommelingen op de beurs en zoeken beleggingsvehikels die een absoluut, positief, amper schommelend rendement bieden.

Bosch en Duin, 22/8/03