



## UvA-DARE (Digital Academic Repository)

### Bestuurlijke elite, toon moreel leiderschap!

Heemskerk, E.

**Publication date**

2009

**Document Version**

Final published version

**Published in**

Goed Bestuur

[Link to publication](#)

**Citation for published version (APA):**

Heemskerk, E. (2009). Bestuurlijke elite, toon moreel leiderschap! *Goed Bestuur*, 5(2), 64-70. <http://heemskerk.socsci.uva.nl/pdfs/Goed%20Bestuur%20Bestuurlijke%20elite%20toon%20moreel%20leiderschap%202009.pdf>

**General rights**

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

**Disclaimer/Complaints regulations**

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

De hevigheid van de kredietcrisis roep vele vragen op over de manier waarop er leiding is gegeven aan de grootste bedrijven van onze economie. Hoe kan het dat een lange periode met veel aandacht voor goed bestuur kan resulteren in een diepe crisis? En wat betekent dit voor 'good governance'? Een essay met een pleidooi voor sterk bestuur en toezicht en een meer divers stelsel van doelstellingen met naast winst ook klanttevredenheid, duurzaamheid, en langetermijncontinuïteit. En vooral: meer moreel leiderschap van de bestuurlijke elite.

## BESTUURLIJKE ELITE, TOON MOREEL LEIDERSCHAP!

Eelke Heemskerk

In de zomer van 2007 ontstond er op de Amerikaanse financiële markten onrust. De bron van zorg vormden de subprime hypotheekleningen: leningen verstrekt aan weinig draagkrachtige burgers met een lage of rentevrije startperiode. Op deze manier wilde de Amerikaanse politiek het eigenhuizenbezit onder de bevolking vergroten. Toen de leningen nauwelijks meer werden afgelost, veranderden ze van een aantrekkelijk product in een grote last. Het probleem lag er vooral in dat de hypotheekleningen niet meer in handen waren van de instellingen die ze hadden uitgegeven. De hypotheekleningen en de bijbehorende risico's waren opgeknipt, verkocht, doorver-

kocht, opnieuw gebundeld, weer verkocht, enzovoort. De kern van de kredietcrisis school dan ook niet zozeer in deze slechte leningen, maar in het besef dat banken, verzekeraars en beleggers geen idee hadden in welke mate hun balans en kapitaalposities werden getroffen door de slechte leningen. Het gevolg was fundamentele onzekerheid over de waarde van de bezittingen van financiële instellingen. Grote, gerenommeerde internationale banken vielen bij bosjes om, bestuurders traden af. En de staat keerde terug als belangrijke speler in het moderne kapitalisme. Of de actieve rol van de staat een tijdelijke is of zal bestendigen, is momenteel niet te voor-



spellen. Wel kunnen we een trend herkennen waarin 'de markt' niet langer wordt gezien als optimaal allocatiemechanisme voor corporate control. Wat betekent dit nu voor de fundamenten van de economie? Is het tijd om het Rijnlandse model af te stoffen, waar een meer langetermijnoriëntatie de belangen van meerdere stakeholders probeert te incorporeren? Of is de huidige crisis juist een gezonde correctie van het moderne internationale marktkapitalisme? En wat betekent dit voor goed bestuur?

### **Goed Bestuur, regels en morele kaders**

Onder invloed van de toenemende macht van de aandeelhouders gedurende de jaren negentig werd van het topmanagement in toenemende mate een kortetermijnoriëntatie verwacht. Met deze toenemende aandacht voor de wensen van de aandeelhouders kwam er een andere machtsbalans in het krachtenveld van arbeid en kapitaal. Het Rijnlandse stakeholdermodel zoals in o.a. Duitsland en Nederland toegepast, was immers gebaseerd op het uitgangspunt dat kapitaal, arbeid en management op een gelijke manier invloed uit kunnen oefenen op het bedrijfsbestuur. Sinds de jaren zeventig was dit model vastgelegd in wetgeving en praktijk. Het primaat van de aandeelhouder staat op gespannen voet met dit uitgangspunt. De toenemende invloed van aandeelhouders valt deels samen met het verdwijnen van een duidelijk onderscheid tussen de belangen van 'arbeid' en 'kapitaal'. Deze waren in de jaren negentig lang niet meer zo tegengesteld als ze in de jaren zeventig leken. Werknemers zijn, grotendeels indirect, eigenaren geworden van hun bedrijven. Via particuliere beleggingen, via pensioenfondsen, maar ook via de huizenbezitter met een spaarhypotheek die gekoppeld is aan een beleggingsfonds, zijn grote delen van de Nederlandse bevolking afhankelijk geworden van de kapitaalmarkt. Daarmee wortelt de logica van het aandeelhouderskapitalisme zich steeds dieper in de Nederlandse samenleving.

Het volkskapitalisme dat aan het ontstaan is, maakt dat de belangen van de burgers steeds nauwer en directer verbonden zijn met het succes van de grootste bedrijven.

De kern van de discussie rondom goed bestuur zoals gevoerd sinds de jaren negentig, het verder verbeteren van de positie van aandeelhouders, werd dan ook breed gesteund. Nu de recente financiële en economische crisis de risico's van de oriëntatie op aandeelhouderswaarde in alle hevigheid bloot heeft gelegd, laat het volkscapitalisme zijn andere kant zien in de vraag om meer democratische controle op de handel en wandel van de bedrijfselite.

### Nadruk op controle

De maatregelen die de afgelopen tien jaar zijn genomen om goed bestuur te bevorderen, bleken inderdaad niet afdoende of niet geschikt om te voorkomen dat het economische systeem aan het wankelen werd gebracht. Voor een deel kan dit voortkomen uit de grote nadruk op controle. De behoefte aan goed bestuur is in de loop van de tijd langzaam verworden tot het opbouwen van een uitgebreide controletoren. Toenemende marktwerking en een terugtrekkende overheid gingen gepaard met de opkomst van nieuwe externe toezichthoudende organen, zoals de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Deze nieuwe laag is weliswaar grotendeels onafhankelijk van de staat, maar nauwelijks minder bureaucratistisch. En om aan de eisen van externe toezichthouders te voldoen, moet binnen de bedrijven een al even omvangrijk controlesysteem opgezet worden. Controle wordt belangrijker, en daarmee groeit een leger van boekhouders dat alles ten minste twee keer controleert en dat de financiële controle alleen maar kan uitoefenen als de financieel-technische procedures geformaliseerd en uitgebreid worden. Zo groeit de bureaucrativering aan twee kanten. Dus zien we, waar overheids-

organisaties alles op alles zetten om bureaucrativering tegen te gaan, in de beursgenoteerde onderneming haast een tegengestelde beweging.

In een poging om sturing te geven in deze tijden van crisis, wordt er recentelijk regelmatig gesproken over een nieuwe Europese toezichthouder op de financiële instellingen. Nog los van de politieke haalbaarheid kan een externe toezichthouder alleen maar goed functioneren als de normen waaraan het bedrijfsbestuur moet voldoen algemeen gedeeld worden. De boetes die eurocommissaris van mededinging Neelie Kroes oplegt, hebben alleen maar zin als zij gedragen worden door een morele gemeenschap. Is die morele gemeenschap niet aanwezig, dan zijn de boetes geen morele sancties maar slechts een kostenpost op de balans van grote bedrijven.

Behoorlijk bestuur, en de normen en waarden die daarbij horen, laten zich uiteindelijk maar in beperkte mate formaliseren. Een bedrijf als Ahold voldeed in verregaande mate aan de best practices van corporate governance (De Jong et al. 2005), maar dat bleek een groot boekhoudschandaal niet in de weg te staan. Ook bleek alle aandacht voor goed bestuur geen tegenwicht te bieden aan het falende risicomanagement bij financiële instellingen, iets wat door de kredietcrisis pijnlijk aan de oppervlakte is gebracht. Onderzoeker Kees Cools vergeleek enkele jaren terug een internationale groep van bedrijven waar fraude is gepleegd met een controlegroep van bedrijven waar dit niet het geval was (Cools 2005). De frauduleuze bedrijven scoorden niet aantoonbaar slechter op de belangrijke governancepunten, zoals onafhankelijkheid van de bestuurders en de expertise in het bestuur. Op sommige punten scoorden de frauderende bedrijven zelfs beter. Op zich is dat ook niet zo verbaazingwekkend.

\*\*\*\*\*

## HET VEREIST MOED EN DOORZETTINGSVERMOGEN OM TEGEN EEN RAAD VAN BESTUUR IN TE GAAN, ZEKER OP **CONTROVERSIËLE ONDERWERPEN**

## Prudent gedrag

Uiteindelijk gaat het om prudent gedrag in alle aspecten van het besturen van een grote organisatie, en daarvan kunnen niet alle aspecten tot in detail worden geregeld bij wet. Nadruk op het strikt naleven van gedetailleerde regelgeving kan het normbesef van bestuurders zelfs uit het lood slaan. Wanneer *good governance* gelijkstaat aan het voldoen aan een lijstje van *best practices* leidt dit onvermijdelijk tot oppervlakkigheid. In een situatie waarin niemand meer weet wat nu de waarden zijn waarop het bedrijfsbestuur is gegrondvest, kan dit leiden tot een opvatting dat alles wat niet verboden is, dus is toegestaan. Voor behoorlijk bedrijfsbestuur is een dergelijk uitgangspunt funest. Dan is die CEO het succesvolst, die op de rand van de legaliteit en het oorbare balanceert. In een dergelijke situatie ontbreekt het aan een moreel kader waaraan het handelen en de besluitvorming kan worden getoetst, anders dan aan de wet- en regelgeving. Over de afgelopen vijftien jaar lijkt dit morele kader inderdaad langzaam maar zeker te zijn verdwenen uit de bestuurskamers (Fennema and Heemskerk 2008). Voor zover het bij individuen nog aanwezig was, werd het steeds minder een toetssteen voor de beoordeling van het eigen en vooral elkaars gedrag.

In de marge zien we overigens dat bestuurders nu meer dan voorheen verantwoordelijk worden gehouden voor hun (gebrek aan) handelen. In Nederland kwam dit tot uitdrukking in de veroordeling voor fraude en valsheid in geschrifte van bestuursvoorzitter Cees van der Hoeven en zijn CFO Michiel Meurs in het Ahold boekhoudschandaal, hoewel de veroordeling niet tot celstraffen heeft geleid. Vervolgving voor de bestuurders die leiding gaven aan concerns zoals Fortis, ABN AMRO, ING en andere instellingen die door de staat van een wisse dood zijn gered, lijkt geen realistisch scenario; zij handelden toch vooral binnen de kaders van het aandeelhouderskapitalisme waar iedereen – inclusief de staat – partner in was. De verontwaardiging richt zich momenteel vrijwel uitsluitend op de hoge vertrekbonussen die topmanagers van falende bedrijven zichzelf toe-eigenen. Zoals John Kenneth Galbraith al jaren terug scherp opmerkte: *‘The salary of the chief executive of a large corporation is*

*not a market award for achievement. It is frequently in the nature of a warm personal gesture by the individual to himself.’*

## Van voice naar exit en terug

De enorme omvang van de financiële crisis en de recessie die daar weer uit voortkwam, roept vraagtekens op de grote rol van aandeelhouders in het bestuur en toezicht op bedrijven, en de manier waarop aandeelhouders daar invulling aan geven. Begin maart 2009 gaf minister van Financiën Wouter Bos tijdens een lezing voor professionele beleggers aandeelhouders een veeg uit de pan: zij zouden niet hun verantwoordelijkheid hebben genomen maar slechts hoge winsten hebben nagejaagd. Dat dit precies is wat sinds jaren van aandeelhouders werd verwacht, liet hij hierbij achterwege. In 2007 nog veegde de ondernemingskamer bij monde van president Huub Willems de vloer aan met een voorstel van DSM om trouwe, langdurige aandeelhouders een hoger dividend uit te keren. Het was one share, one vote, en een boete op de exitstrategie was uit den boze. Maar was het wel zo een slecht idee?

Ook tijdens de overnamestrijd van ABN AMRO liep de dominantie van de aandeelhoudersbelangen een deuk op. Terwijl zowel de Britse bank Barclays als het consortium van RBS, Santander en Fortis de strijd voert om de gunst van de aandeelhouder, verkocht ABN AMRO in een bliksemactie die slechts vier dagen duurde, haar Amerikaanse dochter LaSalle voor 21 miljard dollar aan Bank of America. Voor de strijdende partijen was dit een overwinning voor Barclays, en een nederlaag voor het consortium. Het consortium zag in LaSalle een belangrijk kroonjuweel, dat het zeker binnen wilde halen. Voor Barclays was LaSalle echter van gering belang. De Vereniging van Effectenbezitters betitelde deze snelle verkoop dan ook als een verkapte beschermingsconstructie, en vorderde bij de ondernemingskamer in Amsterdam dat het bestuur van ABN AMRO de verkoop eerst ter goedkeuring zou voorleggen aan de aandeelhouders. Rechter Huub Willems bleek het eens te zijn met de Vereniging van Effectenbezitters, en stelde de verkoop van LaSalle uit. Maar de Hoge Raad trok de uitspraak van

Willems vervolgens weer in. Volgens de letter van de wet hoeven de aandeelhouders namelijk helemaal niet te stemmen, omdat de ABN AMRO-dochter minder dan eenderde van het balanstotaal vertegenwoordigt. De 'bijzondere omstandigheden' waar Willems zijn oordeel op stoelde, zag de Hoge Raad niet. Dat de aandeelhouders graag de hoogste prijs voor hun aandelen willen, was niet voldoende om ze extra macht toe te kennen, zo oordeelde de Hoge Raad. Daarmee werd wederom het typisch Nederlandse karakter van corporate governance bevestigd: de aandeelhouders zijn niet de baas. Uiteindelijk was LaSalle een slag die werd verloren, terwijl de oorlog werd gewonnen. Net voordat de internationale kredietcrisis de financiële sector deed verdampen, konden de aandeelhouders van ABN AMRO hun investering voor een zeer goede prijs verkopen. Het bleek de molensteen om de nek van de deelnemers aan het consortium.

### Directe beïnvloeding van stakeholders

Zoals eerder al genoemd, ligt in het Rijnlandse model van bedrijfsbestuur de nadruk op meer directe beïnvloeding van alle betrokken stakeholders. Via 'voice' kunnen werkgevers, werknemers, kapitaalverstrekkers en management hun belangen in redelijke evenredigheid behartigen. Met de toenemende nadruk op de belangen van alleen de aandeelhouders heeft er een verschuiving plaatsgevonden naar de beïnvloedingsstrategie van 'exit'. De aandeelhouders hebben weinig directe zeggenschap (voice), maar kunnen stemmen moet hun voeten (exit). Wanneer het management niet voldoet aan de wensen van de aandeelhouders, kan men massaal de aandelen verkopen, wat vervolgens leidt tot een daling van de beurskoers, waardoor het bedrijf tot prooi verwordt voor vijandige over-

name. Maar waar het in de beginjaren van *good governance* vooral ging om het aanleveren van voldoende informatie zodat beleggers op een juiste wijze hun beslissingen tot koop of verkoop konden nemen, zijn de recentere ontwikkelingen er steeds meer op geënt om de aandeelhouder weer directe zeggenschap te geven in het bedrijfsbestuur.

Een belangrijke gelijktijdige ontwikkeling is de (re)concentratie van eigendom in de handen van een aantal grote fondsen. Terwijl in de loop van de jaren tachtig en negentig het geconcentreerde eigendom juist werd verspreid en verdeeld, zien we de afgelopen jaren een aantal grote eigenaren ontstaan, waaronder de pensioenfondsen en beleggingsfondsen (Davis 2008). Vanaf de vroege jaren negentig zijn pensioenfondsen een groter deel van hun vermogen gaan beleggen in aandelen. Deze concentratie in eigendom gaat vooralsnog nauwelijks gepaard met het uitoefenen van invloed via de aandeelhoudersvergadering (idem).

Een toenemend probleem voor de fondsen is echter dat een uitsluitend gediversifieerd portfolio van relatief kleine en dus liquide participaties een gemiddeld rendement oplevert. Om bovengemiddelde rendementen te halen kunnen de fondsen investeren in specifieke bedrijven waarvan zij hoge verwachtingen hebben. Maar om daarvan significant te profiteren, is een relatief groot pakket aandelen vereist. Wanneer je als aandeelhouder zulke pakketten aandelen in je bezit hebt, is je investering niet langer liquide. De exitoptie bestaat de facto niet meer. Wanneer je begint met het verkopen van je aandelen zal de koers sterk gaan dalen vanwege het toegenomen aanbod. Met het verdwijnen van de liquiditeit stijgt het risico van de investering dan ook aanzienlijk. Om dit te compenseren, kunnen deze institutionele investeerders meer directe invloed vragen, zowel via de algemene vergade-

\*\*\*\*\*

## HET VOLKSKAPITALISME DAT AAN HET ONTSTAAN IS, VRAAGT OM MEER DEMOCRATISCHE CONTROLE OP DE HANDEL EN WANDEL VAN DE BEDRIJFSELITE



# DE BOETES DIE EUROCOMMISSARIS VAN MEDEDINGING NEELIE KROES OPLEGT, HEBBEN ALLEEN MAAR ZIN ALS ZIJ GEDRAGEN WORDEN DOOR EEN MORELE GEMEENSCHAP

\*\*\*\*\*

ring van aandeelhouders als via de informele wegen (Jackson 2008). Gelijke ontwikkelingen zien we met private equity investeerders. Dit duidt erop dat de markt voor 'corporate control' en de beïnvloedingsstrategie van exit uiteindelijk niet het optimale ordenende systeem is waarvoor het werd gehouden.

## Vergroot de autonomie van topmanagers

Het aandeelhouderskapitalisme stuit dus steeds meer op verzet, ook al vóór het uitbreken van de crisis. Het Rijnlandse karakter van het Nederlandse polderkapitalisme kan tegenwoordig weer rekenen op enige steun. De vraag is of deze steun voldoende zal zijn om het stakeholder karakter overeind te houden.

Uiteindelijk is de onderliggende vraag wat nu precies het doel van een bedrijf dient te zijn. Is een bedrijf vooral een waardecreërend stuk gereedschap ten behoeve van de eigenaren, of is het bedrijf een gemeenschap van verschillende belangen? Het stakeholdermodel gaat uit van het bedrijf als een belangengemeenschap, en bestaat voor een belangrijk gedeelte bij de gratie van een grote autonomie van de bestuurders van de grootste bedrijven. Het is aan de bestuurders en de commissarissen om zonder overheersende zeggenschap van andere partijen zoals werknemers en aandeelhouders de onderneming te besturen naar het belang van alle betrokkenen. Jarenlang wisten de Nederlandse bestuurders zich gewaarborgd van deze autonomie door o.a. allerhande beschermingsconstructies. Als van bestuurders wordt gevraagd om alle belangen mee te wegen, dan moet het immers mogelijk zijn om een opdringerige koper met een grote zak geld maar met tegengestelde belangen buiten de deur te houden. Nu de beschermingsconstructies (grotendeels vrij-

willig) zijn afgebroken, wordt het voor het management bijzonder lastig, zo niet onmogelijk, om de eisen van aandeelhouders te weigeren. Maar om alle belangen goed af te wegen, heeft het management juist meer vrijheidsgraden nodig.

Het vergroten van de autonomie van topmanagers lijkt haaks te staan op de groeiende roep om toezicht op en beteugeling van deze elite. Juist de losgeslagen financiële elite lag immers ten grondslag aan de huidige crisis, zo is de gedachte. Maar de handelaren, bankiers, analisten en bestuurders van financiële instellingen werden de afgelopen jaren juist beperkt in hun handelen: aandeelhouderswaarde creëren was het enige doel, vertaald in targets met bonussen. Andere belangen en doelstellingen hadden nauwelijks plaats meer.

## Divers stelsel van targets

Voor een toekomstbestendige organisatie van de economie zouden we toe moeten naar een meer divers stelsel van targets waar meerdere doelstellingen in terugkomen: uiteraard winst om de continuïteit op korte termijn te borgen, maar ook klanttevredenheid, duurzaamheid, en langetermijncontinuïteit zullen in toenemende mate een rol moeten spelen. Daarvoor hebben we behoefte aan onafhankelijke bestuurders, die niet alleen financieel economische maar ook sociaal-economische aspecten een belangrijk gewicht toekennen in hun besluitvorming. Het verruimen van voordrachtsmogelijkheden voor commissarissen door andere stakeholders is een mogelijkheid om een nieuwe impuls aan goed bestuur te geven. Dat vereist wel dat de commissaris weer een factor van belang wordt. De raad van bestuur moet onder kritisch toezicht staan. Uiteraard opbouwend, ondersteunend, maar abso-

luut kritisch. Het is overigens een misverstand dat commissarissen de afgelopen jaren te weinig invloed hadden. De commissarissen zijn niet onmachtig, hun formele positie en invloed is bij wet goed geregeld. Maar het vereist moed en doorzettingsvermogen om tegen een raad van bestuur in te gaan, zeker op controversiële onderwerpen. Maar al te vaak vindt de elite het door een gevoel van collegialiteit en loyaliteit moeilijk om in te grijpen op onderwerpen zoals beloningsbeleid of verantwoord ondernemen. Meer diversiteit in de samenstelling (jonger, meer vrouwen) kan bijdragen aan het openbreken van de ongepaste loyaliteit, maar draagt niet per definitie bij aan een gedeeld moreel kader. Wel kan instroom van diversiteit de input leveren voor een nieuw moreel kader. We hebben dus vooral behoefte aan strengere commissarissen, die op een breder spectrum aan onderwerpen toezicht houden. De ook wel bepleite verschuiving naar het Angelsaksische one-tier model, waar de commissarissen zelf bestuurders worden, is lang niet altijd een verstandige ontwikkeling. Dan worden de toezichthouders te dicht betrokken bij de uitvoerende taken en is er te weinig ruimte voor werkelijke onafhankelijkheid. Aanzienlijke beloningen, gebruik van kantoor en auto met chauffeur maakt van de commissaris een insider in plaats van een outsider.

De eenzijdige oriëntatie op aandeelhoudersbelangen als panacee voor goed bestuur heeft het morele kader uitgehold. Leidende figuren binnen de elite moeten nu moreel leiderschap tonen. Binnen de eigen kringen, via de formele en informele netwerken moeten zij opstaan en een nieuwe koers uitzetten. Een koers waar alle belangen die met de moderne onderneming zijn verbonden, worden afgewogen. Moreel leiderschap kan niet vrijblijvend zijn. Daarom zijn concrete afspraken en regels nodig. De afgelopen decennia heeft het old boys netwerk het nagelaten om zijn collectieve verantwoordelijkheid te nemen. Nu kunnen bestuurders en toezichthouders zich bewijzen. De huidige crisis biedt de kans om de fundamenten van corporate governance zodanig te versterken dat Nederland, en wellicht in haar verlengde Europa, een sterke internationale positie kan opbouwen en vasthouden. Dat is de bestuurlijke elite aan zijn stand verplicht.

#### Literatuur:

- ★ Cools, Kees. 2005. *Controle is goed, vertrouwen nog beter. Over bestuurders en corporate governance*. Assen: Van Gorcum.
- ★ Galbraith, John Kenneth, *Annals of abiding liberal*, Houghton Mifflin, 1979
- ★ Davis, G.F. 2008. 'A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States.' *European Management Review* 5:11-21.
- ★ De Jong, Abe, Douglas V. Dejong, Gerard Mertens, and Peter Roosenboom. 2005. 'Royal Ahold: A Failure of Corporate Governance.' *ECGI - Finance Working Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=663504> 67.
- ★ Fennema, M, and E.M. Heemskerck. 2008. *Nieuwe Netwerken: de ondergang van de NV Nederland*. Amsterdam: Bert Bakker.
- ★ Jackson, Gregory. 2008. 'A new financial capitalism? Explaining the persistence of exit over voice in contemporary capitalism.' *European Management Review* 5:23-26.

#### Over de auteur:

Eelke Heemskerck is bestuursadviseur bij de Galan Groep te Baarn en wetenschappelijk medewerker aan de Universiteit van Amsterdam.

