Revolutie in corporate governance met ontbrekende schakel

7 februari 2002

Arnoud W.A. Boot,

Hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten

Wie over het laatste jaar de ontwikkelingen in de top van ons bedrijfsleven heeft gevolgd kan maar tot een conclusie komen: de tijden van gezapige en paternalistische verhoudingen in ondernemersland liggen achter ons. “Moderne” corporate governance, met een duidelijke verantwoordingsplicht van het bestuur van de onderneming aan aandeelhouders en andere stakeholders, komt steeds meer in zwang. In een voorlopig hoogtepunt (of dieptepunt, naargelang de zijde waaraan je staat) heeft HBG eindelijk het groene licht gekregen van de Ondernemingskamer om haar plannen voor een joint venture met Ballast Nedam te realiseren; HBG’s aandeelhouders waren hiervoor niet geporteerd.

Of het er nog echt toe doet is de vraag. HBG is nu zelf een overname kandidaat geworden. Het bod van het Spaanse Grupo Dragados op HBG is misschien inmiddels al geaccepteerd. Maar de resolutie van het conflict tussen HBG aandeelhouders en de Ondernemingskamer is van blijvend belang voor de toekomst van corporate governance in Nederland. Reden te over om deze zaak nader onder het licht te houden.

Het heeft er om gehangen of de Ondernemingskamer HBG het groene licht zou geven. De Ondernemingskamer van het Amsterdamse gerechtshof in een procedure aangespannen door aandeelhouders van HBG ging pas na een tweede onderzoek akkoord met de joint venture. Maar als klap op de vuurpijl heeft zij wel wanbeleid geconstateerd. De Ondernemingskamer verwijt HBG dat zij zonder consultatie van haar aandeelhouders een bod van Boskalis op een deel van haar activiteiten heeft afgewezen en in plaats daarvan een samenwerking/joint venture is aangegaan met Ballast Nedam; en hiermee samenhangend de

“tot misverstand en een vertrouwensbreuk leidende wijze van het verschaffen van informatie daaromtrent”.

Het goede nieuws is dat corporate governance in Nederland eindelijk serieus wordt genomen. Tegelijkertijd blijkt pijnlijker dan ooit dat de Nederlandse corporate governance wetgeving tekortschiet. In de zaak HBG ontstond een patstelling. De aandeelhouders waren niet genegen de strategische beslissingen van het management van HBG te onderschrijven. Het management wilde met Ballast Nedam in zee gaan, maar de aandeelhouders (althans degenen die in het nieuws kwamen) voelden meer voor Heijmans in combinatie met een transactie die HBG’s baggerdochter zou doen overgaan aan Boskalis.

Een belangrijke oorzaak van de patstelling lag in de moeizame communicatie tussen HBG en haar aandeelhouders. HBG leek geen vertrouwen van haar aandeelhouders te genieten. In de Nederlandse praktijk van (vrijwillig) structuurregime en andere stemrechtbeperkingen van aandeelhouders (certificering) rest aandeelhouders in een dergelijke situatie weinig anders dan een procedure aan te spannen bij de Ondernemingskamer. Dit juridisch college moet dan maar met een oplossing komen.

In feite komt het er op neer dat rechters van de Ondernemingskamer op de stoel van de bestuurders moet gaan zitten, en moet beslissen wat het beste is voor de onderneming. Dit is een bijna onmogelijke taak; een juridisch college is nu eenmaal niet bepaald in een positie om een inhoudelijk oordeel te vellen over het ondernemingsbeleid (tenzij er sprake is van evidente nalatigheid of onoorbaar gedrag). Ik zal aangeven dat de Ondernemingskamer bij de huidige gang van zaken een veel te dominante positie heeft. Dit gaat ten koste van de aandeelhouders. De tekortschietende Nederlandse wetgeving is de primaire schuldige. De Ondernemingskamer treft echter ook blaam. Zij had kunnen aansturen op een grotere inbreng van de aandeelhouders, maar heeft dit nagelaten.

De handelswijze van de Ondernemingskamer

Niet ontkend kan worden is dat de Ondernemingskamer haar rol in het geval van HBG serieus heeft genomen. De Ondernemingskamer durfde zelfs voorbij te gaan aan de

conclusies van de eerste door haar ingestelde onderzoekscommisies. Deze commissie bestaande uit de voormalig voorzitter van de Commissie Corporate Governance, J. Peters, en de Tilburgse hoogleraar P. Moerland had namelijk HBG het groene licht gegeven voor haar beleid, en alleen haar communicatie naar aandeelhouders bekritiseerd. De Ondernemingskamer wilde een nadere inhoudelijke toetsing van het gevoerde beleid, en zette een tweede commissie aan het werk.

Overigens hadden Peters en Moerland --in tegenstelling tot suggesties in de media-- goed werk afgeleverd. Wie de moeite neemt hun rapport te lezen ontdekt dat zij op grondige wijze de gang van zaken bij HBG hebben onderzocht. Als buitenstaanders hebben zij geen oordeel kunnen vellen over inhoudelijke afwegingen. Wel constateren zij dat er geen evidente stupiditeiten zijn begaan, maar dit zegt weinig over de juistheid van de genomen beslissingen en voorgenomen strategische keuzes. Waar Peters en Moerland wel tot een duidelijk oordeel komen is over de communicatie van het management van HBG naar de aandeelhouders. Hier is hun oordeel hard en zeer negatief. De communicatie was onder de maat, en zij constateerden een vertrouwensbreuk.

Het is evident dat Ondernemingskamer, noch Peters en Moerland dit kunnen oplossen. Peters en Moerland kwamen dus ook alleen maar met wat algemene, niet grijpbare aanbevelingen om te streven naar herstel van het vertrouwen. De beperkingen van de Nederlandse corporate governance-structuur waren evident.

De Ondernemingskamer aanvaardde het rapport van de onderzoekers in dank, maar wat moest ze nu? De strategie die ze leek te volgen was om een tweede commissie op zeer detaillistische wijze een aantal beslissingen en acties van HBG te laten onderzoeken. Op zoek naar ‘technicalities’ dus. Een beetje als bij een grote drugszaak: als we drugshandel niet kunnen aantonen dan kunnen we je misschien nog pakken op belastingontduiking….

Mooi is het niet, maar het leek met een sisser af te lopen toen de tweede commissie zich in essentie aansloot bij de bevindingen van Peters en Moerland. Maar eind januari kwam de Ondernemingskamer alsnog met een hard oordeel: wanbeleid, en wel voor de gebrekkige

consultatie van, en communicatie naar aandeelhouders. Op de juistheid van de keuze van HBG voor Ballast Nedam heeft de Ondernemingskamer geen kritiek. Volgens de Ondernemingskamer had HBG redelijkerwijze tot deze keuze kunnen komen.

Ontbrekende schakel?

Vriend en vijand zijn het er over eens dat het buitengewoon ongelukkig is dat een juridisch college zou moeten oordelen over de door HBG te maken strategische keuzes. Dit laatste is onwenselijk omdat niet verwacht kan worden dat een dergelijk college in staat is om een inhoudelijk oordeel te vellen over het gewenste ondernemingsbeleid. Deze verantwoordelijkheid ligt bij de ondernemingsleiding en zou getoetst moeten worden door de stakeholders (waaronder de aandeelhouders). Het is cruciaal dat de ondernemingsleiding de aandeelhouders – en andere belangrijke participanten – weet te overtuigen van de juistheid van haar keuzes, en in ieder geval het vertrouwen van deze stakeholders verwerft.

In mijn optiek ontbreekt er een fundamentele schakel in de Nederlandse corporate governance, namelijk een meer geformaliseerde invloed van aandeelhouders. In het geval van HBG is het namelijk van groot belang dat het management het vertrouwen van de aandeelhouders terugwint, en steun krijgt voor haar plannen. Anders zou het zo moeten zijn dat de plannen niet kunnen worden uitgevoerd, en het management niet in functie mag blijven. Wat hiervoor nodig is is dat de aandeelhouders van HBG (alle aandeelhouders wel te verstaan) zich hadden moeten kunnen uitspreken over de vertrouwensvraag. Dit vereist stemrecht wat er in de praktijk van de Nederlandse corporate governance niet is. Zolang die er niet is wordt schijnbaar van de Ondernemingskamer verwacht dat zij deze ontbrekende schakel overbrugt.[1]

In de nieuwe praktijk van corporate governance in Nederland zoals vastgelegd in de ook door HBG onderschreven 40 aanbevelingen van de Commissie Corporate Governance, de zogenaamde Commissie Peters, wordt gesteld dat i. aandeelhouders invloed moeten kunnen uitoefenen op het strategisch beleid van de onderneming, en ii. het bestuur het vertrouwen

[1] Voor een overzicht van de manco's van het Nederlandse corporate governance regime zie Arnoud W.A. Boot, "Corporate Governance: Hoe nu verder?", Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie, 73 (10), 1999.

van de aandeelhouders moet hebben. De Commissie Peters vertaalt de wenselijke invloed van aandeelhouders vooral in termen van een informatieplicht van het bestuur aan de aandeelhouders. Maar het noodzakelijk vertrouwen van de aandeelhouders in het bestuur stelt hogere eisen: het bestuur moet aandeelhouders zien te overtuigen van de juistheid van de door haar voorgestelde strategische keuzes, of in ieder geval het voordeel van de twijfel zien te krijgen van de aandeelhouders. Dit laatste betekent dat aandeelhouders zich daadwerkelijk moeten kunnen uitspreken over de vertrouwensvraag.

Maar de Nederlandse structuur van corporate governance is hierop niet berekend. Aandeelhouders kunnen gepasseerd worden. Het structuurregime legt alle rechten en verantwoordelijkheden bij de Raad van Commissarissen zonder dat aandeelhouders hierop een echte invloed hebben. De Nederlandse structuur van corporate governance laat hiermee een leemte zien waardoor de Ondernemingskamer voor arbiter moet spelen. De perikelen rond HBG laten zien hoe onwenselijk dit is. Actie op het regelgevende front is dus gewenst.

Bedrijfsleven heeft ook verantwoordelijkheid

Toch was er ook met de bestaande regelgeving een andere weg mogelijk geweest. HBG had mijns inziens het initiatief moeten nemen. Zij had het aan moeten durven om haar lot te verbinden aan een representatieve stemming onder haar aandeelhouders over de vertrouwensvraag en/of haar voorgenomen strategische keuze. Inderdaad, dit had voor het bestuur slecht uit kunnen vallen. Toch zou het me niet hebben verbaasd als aandeelhouders hier constructief mee zouden zijn omgegaan. Zij zullen veel eerder geneigd zijn om hun vertrouwen in het bestuur uit te spreken als zij weten dat hun oordeel gewicht in de schaal legt. Hier ligt ook het grote probleem met de HBG strategie. HBG is na eerdere kritiek zaken steeds meer en beter gaan uitleggen aan de aandeelhouders, en was verrast door het gebrek aan goede wil bij de aandeelhouders. Maar aandeelhouders willen ‘empowerment’, en niet voor gedwongen feiten worden geplaatst, nu mogelijk met betere uitleg.

Het HBG bestuur zou met deze strategie concreet invulling hebben gegeven aan het motto “de aanval is de beste verdediging”. Uiteraard zijn er wat technische uitvoeringsprobleempjes. Maar als men werkelijk iets wil dan is het mogelijk.

En de Ondernemingskamer?

Maar ook de Ondernemingskamer had zich anders kunnen opstellen. De Ondernemingskamer zou moeten duidelijk maken dat zij niet zit te wachten op een rol zoals die in het geval van HBG haar in de schoot geworpen was. Zij kan aangeven dat nadere regelgeving gewenst is om dergelijke situaties in de toekomst te vermijden, en in afwachting daarvan zou veel meer het initiatief moeten leggen bij de betrokken partijen. Een initiatief van het bestuur van HBG zoals hierboven beschreven zou door haar moeten worden toegejuicht.

Zelfs afgezien van een dergelijk initiatief van het bestuur van HBG had de Ondernemingskamer tot een betere resolutie kunnen komen. De karakterisering "wanbeleid" is te zwaar. Is het niet zo dat het uitspreken van wanbeleid in wezen betekent dat de Ondernemingskamer het vertrouwen in het bestuur van HBG heeft opgezegd? Of hanteert de Ondernemingskamer een nieuwe verwaterde interpretatie van het begrip? Dit is buitengewoon ongelukkig. De vertrouwensvraag hoort bij de aandeelhouders te liggen. De Ondernemingskamer had op dit punt concrete invulling kunnen geven aan het nogal algemeen gestelde advies van de eerste door haar ingestelde commissies, namelijk dat "het bestuur van HBG het vertrouwen van de kapitaalverschaffers moet herwinnen".

De Ondernemingskamer had de aandeelhouders van HBG een dienst bewezen als zij het bestuur "opdracht" had gegeven om het vertrouwen te herstellen, en daarbij een procedure had geformuleerd die het mogelijk maakt voor de aandeelhouders om zich hierover formeel uit te spreken. Op deze wijze zou de Ondernemingskamer haar rol veel duidelijker hebben afgebakend, en de vertrouwensvraag hebben neergelegd waar die hoort: bij de aandeelhouders (alsmede bij andere belangrijke organen zoals de Ondernemingsraad). Tevens zou hiermee al worden vooruitgelopen op de onoverkomelijke realiteit van zeggenschap bij aandeelhouders ook hier in Nederland.

De uitkomst van deze kwestie zou dan een zeer positieve zijn geweest voor de Nederlandse praktijk van corporate governance. En laten we het op de juiste manier interpreteren.

Aandeelhouders die (uiteindelijk) echt stemrecht hebben hoeven en moeten niet op de stoel van de bestuurders gaan zitten. Het bestuur heeft een mandaat om te besturen. Kijk naar uw lokale schoolbestuur. U als ouder heeft stemrecht, maar waar sprake is van een goede governance is sprake van een krachtig bestuur dat niet elke seconde door een bemoeizuchtige ouder op de vingers wordt getikt. Het goede nieuws is zelfs dat aandeelhouders een stuk professioneler zijn dan bemoeizuchtige ouders. Aandeelhouders die weten dat als puntje bij paaltje komt zij iets kunnen inbrengen, zullen veel eerder geneigd zijn ruimte te verschaffen aan het bestuur. Als het mis gaat kunnen zij immers ingrijpen. Inderdaad aandeelhouders zijn alleen dan bereid om een krachtig mandaat te geven aan het bestuur als zij de mogelijkheid hebben om in te grijpen als zaken mislopen.