
Handleiding voor
goed ondernemingsbestuur

Grondslagen van Corporate Governance



Noordhoff Uitgevers

R.A.M. Pruijm

Tweede druk

Leidraad voor behoorlijk ondernemingsbestuur

Grondslagen van Corporate Governance

Prof. dr. R.A.M. Pruijm RA

Tweede druk

Noordhoff Uitgevers Groningen/Houten

Ontwerp omslag: G2K

Eventuele op- en aanmerkingen over deze of andere uitgaven kunt u richten aan:
Noordhoff Uitgevers bv, Afdeling Hoger Onderwijs, Antwoordnummer 13, 9700 VB
Groningen, e-mail: info@noordhoff.nl

0 / 14

© 2014 Noordhoff Uitgevers bv Groningen/Houten, The Netherlands.

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet van 1912 gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever. Voor zover het maken van reprografische verveelvoudigingen uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h Auteurswet 1912 dient men de daarvoor verschuldigde vergoedingen te voldoen aan Stichting Reprorecht (postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.cedar.nl/reprorecht). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) kan men zich wenden tot Stichting PRO (Stichting Publicatie- en Reproductierechten Organisatie, postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.cedar.nl/pro).

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, without the prior written permission of the publisher.

ISBN (ebook) 978-90-01-85216-0

ISBN 978-90-01-82396-2

NUR 786

Ten geleide

Dit is een kloek boek en bovendien een bijzonder boek in menig opzicht. Het gaat over *corporate governance*, hetgeen volgens de schrijver in het Nederlandse taaleigen *behoorlijk ondernemingsbestuur* betekent, een *vertaling* waarmee kan worden ingestemd, ook al ontbreekt de normatieve component in de Engelse frase, nu in die taal die frase slechts bij wijze van feitelijke beschrijving het *ondernemingsbestuur* op het oog heeft, waarbij dan ook nog eens komt dat *bestuur* niet alleen maar ziet op de juridische betekenis van dat woord omdat, naar het mij voorkomt, het Engelse begrip *governance* alle mechanismen omvat, die op enige wijze de gang van een rechtspersoon, de door hem in stand gehouden onderneming en de bij hem en die onderneming betrokken personen en belangen sturen. Reeds vanwege die verderstreckende Engelse terminologie is overigens Engels taalgebruik ook in een Nederlands, voor de Nederlandse markt bestemd boek gerechtvaardigd. Ik weet niet of de schrijver het zo heeft bedoeld, maar tegen die achtergrond van niet geheel elkaar dekkende terminologieën, heeft hij in de titel van zijn boek dan ook op goede gronden gekozen voor de Engelse variant.

Het boek is in de eerste plaats bijzonder omdat de schrijver het aandurft de gebruikelijke, door hem eenzijdig genoemde benadering van juristen, economen en accountants te doorbreken. Hij beperkt zich niet tot de vraagstukken, waarover iedereen die aan het debat over *corporate governance* deelneemt het in het algemeen heeft. Anders gezegd, niet alleen de thema's die worden geadresseerd in de Nederlandse *Corporate Governance Code* – hetgeen overigens al geen nauwkeurige aanduiding meer is nu intussen diverse separate codes voor deelgebieden, zoals het bankwezen en de gezondheidszorg, het licht hebben gezien – komen aan de orde. Bij wijze van voorbeeld noem ik de behandeling van de medezeggenschap van de werknemers. Zoals de werknemers er terecht over hebben geklaagd dat aan hun positie in de Nederlandse *Corporate Governance Code* geen aandacht is besteed, zo schaaft de schrijver die positie terecht onder het *governance* vraagstuk. Alleen al een blik op de inhoudopgave laat de gevarieerdheid van de behandelde onderwerpen zien. Daarmee wordt het begrip *governance* recht gedaan naar zijn hiervoor aangeduide Engelse betekenis.

In Nederland pleegt te worden gezegd dat wat de regels van behoorlijk ondernemingsbestuur betreft het zogenaamde *stakeholdersmodel* richtinggevend is. Gevolg van de hiervoor genoemde aanpak van de schrijver, en dat is een tweede bijzonderheid van het boek, is dat hij laat zien dat het begrip *stakeholder* ruimer is dan degenen die onder hen worden begrepen omdat onder hen allen zijn te verstaan die op enige manier als *stuurman* of *stuurvrouw* – instituties onder hen begrepen – op de *corporate governance* op enige wijze invloed hebben. Als voorbeeld van deze ruime aanpak noem ik slechts – het zij mij vergeven – de invloed die de rechter uitoefent.

Als derde bijzonderheid heeft de internationale dimensie in het boek te gelden. Met betrekking tot vrijwel alle onderwerpen wordt in verschillende variaties aandacht besteed aan de vraag hoe in andere landen met *governance* vraagstukken wordt omgegaan. Dat is niet alleen boeiend omdat kijken over de grenzen per definitie gezichtsverruimend is, het is ook juist om dat te doen. Het antwoord op de vraag wat als *good governance* moet worden aangemerkt, is immers in wezen en naar de kern genomen in Nederland, de Russische Federatie en de Verenigde Staten van Amerika – om mij daartoe te beperken – hetzelfde. Een van de vruchten van globalisering op het terrein van het ondernemen is dan ook de toename van de kwaliteit van de inzichten omtrent hetgeen vanuit een oogpunt van *governance* als behoorlijk geldt.

Bijzonder en verfrissend is verder de afwisseling van algemene en theoretische beschouwingen met de wel zeer grote aantallen voorbeelden die deze beschouwingen inzichtelijker maken. Afscheiden van het feit dat voorbeelden in het algemeen vaak veel meer verhelderen dan welke fraaie dogmatische verhandeling dan ook, heeft de schrijver bovendien de gelukkige greep gehad die voorbeelden niet bedachte voorbeelden te doen zijn, maar deze te ontlenen aan wat zich in de *echte* wereld en in de recente achter ons liggende en daarmee actuele periode zo al heeft voorgedaan. Zelfs foto's van personen, instituten en voorwerpen – zoals de kopie van het eerste en tevens oudste nog bestaande, uit het jaar 1606 daterende aandeel van de Nederlandse Verenigde Oost-Indische Compagnie, waarvan een unieke replica de wand van mijn studeerkamer siert – die daarbij een rol spelen zijn in dat verband aan te treffen. Mede omdat met deze wijze van beoefening van *realisme* aangeknoopt wordt aan hetgeen de lezer in het algemeen reeds bij wijze van nieuwsgaring tot zich zal hebben genomen, heeft dit gebruik van voorbeelden een belangrijke toegevoegde waarde. En dan zijn er ten slotte – althans wat de door mij in dit voorwoord te belichten bijzonderheden betreft – ook nog de uitgebreide lijsten van oefenvragen, open vragen en discussievragen die aan het einde van ieder hoofdstuk zijn aan te treffen. Daarmee, het spreekt voor zich, is het boek natuurlijk zeer geschikt als studieboek voor degenen die zich voor het eerst met de in het boek behandelde vragen bezighouden. En daarmee is het ook zeer geschikt voor degene die de behoefte heeft om de wat weggezakte kennis weer eens op te halen. Maar daarmee houdt het ook een spiegel voor, met name aan de zich wat al te lichtvaardig reeds volleerd achtende lezer die meent dat permanente educatie een luxe is waarvan net zo goed kan worden afgezien. Deze laatste observatie berust op eigen feitelijk onderzoek. Toen ik wat lichtvoetig door de vragen heen wandelde om de kwaliteit daarvan te testen, begon vanwege het ontbreken van de kwaliteit van de antwoorden daarop het gevoel van zelfkastijding al snel op te komen, net zozeer als dat daardoor het inzicht doorbrak dat leren een nooit eindigend proces is.

Kort en goed, professor Pruijm heeft een veelomvattend, nuttig en goed leesbaar boek over een interessant onderwerp geschreven, dat een breed lezerspubliek zal weten te waarderen. Dat het zijn weg naar die lezers zal weten te vinden, wens ik de schrijver en het boek graag toe.

Prof. mr. J.H.M. Willems

Oud-voorzitter van en raadsheer-plaatsvervanger in de Ondernemingskamer te Amsterdam, bijzonder hoogleraar Corporate Litigation in de Faculteit der Rechtsgeleerdheid, Rijksuniversiteit Groningen

Woord vooraf bij de tweede druk

'The secret of architectural excellence is to translate the proportions of a dachshund into bricks, mortar and marble.'

– Sir Christopher Wren

Sinds het gereedkomen van de eerste druk in 2010 is er op het gebied van corporate governance veel veranderd.

Niet alleen waren er spraakmakende zaken in de private sector zoals bij Van der Moolen, DSB Bank, Landis, Imtech e.d.. Ook de semi-publieke sector had te maken met een aantal geruchtmakende zaken zoals bij Vestia, Amarantis e.a.

Daarbij heeft ook de wetgever gezorgd voor tal van wijzigingen en vernieuwingen in wetgeving die van belang zijn behoorlijk ondernemingsbestuur. Te denken valt aan de omvangrijke wetgeving in de Wet Bestuur en Toezicht waarbij niet alleen de one-tier board werd mogelijk gemaakt. Er werden ook andere vernieuwingen geïntroduceerd, zoals: bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen zijn niet langer meer als werknemer te beschouwen, beperking van het aantal bestuurs- en toezichtfuncties en de eis voor meer diversiteit in de raad van commissarissen.

De wet Corporate Governance zorgde voor wijzigingen in het agenderingsrecht en het veranderen van de drempels voor het melden van kapitaalbelang. Ook het enquêterecht werd gewijzigd.

Voor wat betreft de gedragscodes zijn de UK Corporate Governance Code en de UK Stewardship Code herzien.

Het accountantsberoep had te maken met de Wet Accountantsberoep waarin de verplichte scheiding van controle en advies, alsmede de verplichte kantoorroolatie werd ingevoerd.

Op het gebied van de Interne Beheersing verscheen een nieuw COSO-raamwerk en werd eveneens COBIT, een beheersingsraamwerk voor informatietechnologie, vernieuwd.

Op het gebied van maatschappelijk verantwoord ondernemen verscheen het Integrated reporting raamwerk van IIRC en het initiatief vanuit de Europese Commissie dat ondernemingen met meer dan 500 werknemers meer moeten gaan publiceren over MVO.

De recente kredietcrisis heeft eveneens voor een stortvloed van internationale regelgeving geleid. De Verenigde Staten hebben hierin het voortouw genomen met de introductie van de Dodd-Frank Act, maar ook de Europese Unie heeft veel wetgeving in voorbereiding.

Naast actualisering van het boek is er ook gekeken naar de indeling en relevantie van de behandelde onderwerpen. Dat leidde ertoe dat is besloten het hoofdstuk 19 'Evenwichtig ondernemingsbestuur' te vervangen door een nieuw hoofdstuk 'Governance in het MKB'. De reden hiervoor is dat veel

gebruikers van het boek het onderwerp 'evenwichtig ondernemingsbestuur' minder relevant vonden voor de dagelijkse praktijk en men meer aandacht wilde voor governance in het MKB, mede ook vanwege het grote belang van deze sector voor de Nederlandse economie.

Ook in deze druk is er weer heel veel aandacht besteed aan de correcte bronvermelding en gebruik van citaten. Met medewerking van Nyenrode Business Universiteit is het gehele manuscript daarom door Ephorus zorgvuldig gescand ter voorkoming van onbedoelde wetenschappelijke onzorgvuldigheid.

Niet onvermeld mag blijven dat alle lezers van dit boek van harte welkom zijn op mijn website www.professorpruijm.com. Daar vinden zij wekelijks bijdragen over interessante gebeurtenissen op het gebied van behoorlijk ondernemingsbestuur. Voor de docenten onder u geeft dit niet alleen de mogelijkheid om bij te blijven, maar kan dit ook een bron zijn voor cases en discussievragen.

Ik bedank mijn collega's van het Nyenrode Corporate Governance Instituut voor hun inbreng en vele discussies over interessante onderwerpen en thema's.

Natuurlijk sluit ik af met een woord van dank aan mijn liefste vrouw Ineke, die ondanks een minder goede gezondheid, mij altijd steunt.

De teckeldames Nikkie en Carlijn spelen eveneens een belangrijke rol, omdat zij mij elke dag verplichten tot een lange wandeling waarbij niet alleen de geest tot ontspanning komt, maar er ook tijd is voor reflectie.

Prof. Dr. Ruud A. M. Pruijm RA
Baarle-Nassau, september 2013

Inhoud

1 Corporate governance: een historisch perspectief 17

- 1.1 Ondernemen en corporate governance 18
- 1.2 Vormen van zakelijk eigendom 18
- 1.3 De 'uitvinding' van de naamloze vennootschap 22
- 1.4 Invloed van beleggers 31
- 1.5 Stakeholder versus shareholder 35
- Samenvatting 38
- Vragen 39

2 Systeem van corporate governance 41

- 2.1 Goed ondernemingsbestuur 42
- 2.2 Interne corporate governance 50
- 2.3 Externe corporate governance 53
- Samenvatting 58
- Vragen 59

3 Bestuur 61

- 3.1 Basisregels voor bevoegdheden 62
- 3.2 Wettelijke taken van het bestuur 64
- 3.3 Aansprakelijkheid van bestuurders 67
- 3.4 Samenstelling en omvang van de raad van bestuur 69
- 3.5 Verantwoording via de jaarrekening en het jaarverslag 73
- Samenvatting 78
- Vragen 79

4 Prestatiebeloning 81

- 4.1 Componenten van het beloningspakket 82
- 4.2 Prestatiebeloning in internationaal perspectief 89
- 4.3 Fraude bij prestatiebeloning 92
- 4.4 Kritiek op de prestatiebeloning 92
- 4.5 Recente ontwikkelingen 94
- 4.6 Nieuwe wettelijke regelingen 99
- Samenvatting 102
- Vragen 103

5 Raad van commissarissen 107

- 5.1 Instellen van een raad van commissarissen 108
- 5.2 Taak en bevoegdheden van de raad van commissarissen 109
- 5.3 Kenmerken van een 'goede' raad van commissarissen 113
- 5.4 Commissies van de raad van commissarissen 118
- 5.5 One-tier board 122
- 5.6 Thema's rondom het functioneren van commissarissen 123
 - [Samenvatting 127](#)
 - [Vragen 128](#)

6 Aandeelhouders 131

- 6.1 Macht van de aandeelhouders 132
- 6.2 Rechten en bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders 136
- 6.3 Rechten van individuele aandeelhouders 141
- 6.4 Vergelijking van rechten van aandeelhouders in Verenigde Staten en Nederland 145
- 6.5 Wie zijn de aandeelhouders? 146
- 6.6 Activistische aandeelhouders 150
- 6.7 Aandeelhoudersstructuur in internationaal perspectief 152
 - [Samenvatting 154](#)
 - [Vragen 155](#)

7 Zakenbanken en beleggingsanalisten 159

- 7.1 Eigen vermogen en vreemd vermogen 160
- 7.2 Kapitaalmarkt 162
- 7.3 Gang naar de beurs: going public 166
- 7.4 Beurswaarde van een onderneming 173
- 7.5 Zakenbanken als monitors 174
- 7.6 Beleggingsanalisten 176
- 7.7 Mogelijke belangenconflicten tussen analisten en ondernemingen 178
 - [Samenvatting 182](#)
 - [Vragen 183](#)

8 Schuldeisers en kredietbeoordelaars 185

- 8.1 Schuld als governancemechanisme 186
- 8.2 Vormen van schuld 187
- 8.3 Schuldeisers als monitor 189
- 8.4 Kredietbeoordelingsbureaus 192

- 8.5 Betekenis van de ratings [194](#)
- 8.6 Mogelijke kritiekpunten op kredietbeoordelingbureaus [195](#)
 - [Samenvatting 200](#)
 - [Vragen 201](#)

9 Fusies en overnames 203

- 9.1 Overzicht van de overname- en fusiemarkt [204](#)
- 9.2 Disciplinerende overname [207](#)
- 9.3 Beschermingsconstructies [209](#)
- 9.4 Bestuurders in overnamesituaties [214](#)
- 9.5 Private equity [216](#)
 - [Samenvatting 219](#)
 - [Vragen 220](#)

10 Toezichthouders 223

- 10.1 Toezicht in de Verenigde Staten [224](#)
- 10.2 Toezicht in Nederland [231](#)
- 10.3 Effecten van toezicht [234](#)
 - [Samenvatting 239](#)
 - [Vragen 240](#)

11 Werknemers en medezeggenschap 243

- 11.1 Modellen van governance [244](#)
- 11.2 Rechten van werknemers in Nederland [246](#)
- 11.3 Internationale ontwikkelingen [253](#)
- 11.4 Rol van werknemers in de kenniseconomie [257](#)
 - [Samenvatting 259](#)
 - [Vragen 260](#)

12 Internationale ontwikkelingen 263

- 12.1 Aandelenmarkt in de Verenigde Staten [264](#)
- 12.2 Sarbanes-Oxleywet [267](#)
- 12.3 Ontwikkelingen in Europa [276](#)
- 12.4 UK Corporate Governance Code [278](#)
- 12.5 UK Stewardship Code [287](#)

- 12.6 Na de kredietcrisis: Dodd-Frank en andere wetgeving 290
 - [Samenvatting 292](#)
 - [Vragen 293](#)

13 Structuurregeling 295

- 13.1 Ontstaansgeschiedenis van de oude structuurregeling 296
- 13.2 Vernieuwing structuurregeling 297
- 13.3 Criteria voor en kenmerken van een structuurvennootschap 299
- 13.4 Bestuur onder de structuurregeling 301
- 13.5 Raad van commissarissen onder de structuurregeling 306
- 13.6 Smokkelwaar in de structuurregeling 319
- 13.7 Kritiek op de structuurregeling 320
 - [Samenvatting 322](#)
 - [Vragen 323](#)

14 Nederlandse Corporate Governance Code 325

- 14.1 Commissie Peters 326
- 14.2 Commissie Tabaksblat 326
- 14.3 Behoorlijk bestuur loont 328
- 14.4 Code en het vertrouwensprobleem 328
- 14.5 Actualisering van de code 331
- 14.6 Bespreking van de code 332
- 14.7 Naleving van de code 344
- 14.8 Kritiek op de code 345
 - [Samenvatting 348](#)
 - [Vragen 349](#)

15 Governance bij publiekprivate organisaties 353

- 15.1 Ontwikkeling van de non-profitsector 354
- 15.2 Controle van de bestuursmacht 357
- 15.3 Deconfitures en schandalen 360
- 15.4 Mogelijke oorzaken van governanceproblemen 365
- 15.5 Verbeteren van toezicht 369
 - [Samenvatting 375](#)
 - [Vragen 376](#)

16 Interne beheersing 379

- 16.1 Van interne controle naar interne beheersing 380
- 16.2 COSO-raamwerk (editie 1992) 383
- 16.3 COSO-ERM-raamwerk (2004) 387
- 16.4 Stappen in het proces van risicomanagement 390
- 16.5 COSO-raamwerk (editie 2013) 399
- 16.6 In-controlverklaring nader beschouwd 402
- 16.7 Kritiek op het COSO-raamwerk 407
- 16.8 IT-governance 409
 - Samenvatting 415
 - Vragen 416

17 Fraude 419

- 17.1 Begrip fraude 420
- 17.2 Fraude in de financiële rapportage 425
- 17.3 Interne omgeving en fraude 426
- 17.4 Effectiviteit van maatregelen tegen fraude 430
- 17.5 Klokkenluidersregeling 431
- 17.6 Interne gedragscode 434
- 17.7 Accountant en fraude 435
 - Samenvatting 437
 - Vragen 438

18 Accountant 441

- 18.1 Corporate governance en de rol van de accountant 442
- 18.2 Poortwachter in diskrediet 446
- 18.3 Externe accountantscontrole 449
- 18.4 Interne auditor 456
- 18.5 Toezicht op accountants 459
 - Samenvatting 462
 - Vragen 463

19 Goed bestuur in het MKB 467

- 19.1 Algemeen beeld van het MKB 468
- 19.2 Governance verschillen MKB en grootbedrijf 469
- 19.3 Corporate governance in het MKB? 473

- 19.4 Wettelijke governance-voorschriften voor het MKB 479
- 19.5 De wenselijkheid van een gedragscode 485
 - [Samenvatting](#) 490
 - [Vragen](#) 492

20 Maatschappelijk verantwoord ondernemen 495

- 20.1 Governanceregels en hun doelstellingen 496
- 20.2 Maatschappelijk verantwoord ondernemen 500
- 20.3 Duurzame verslaggeving 503
- 20.4 Shareholders versus stakeholders 507
- 20.5 Toekomst van het stakeholderdenken 509
- 20.6 Meer governanceregels? 511
 - [Samenvatting](#) 513
 - [Vragen](#) 514

Kernbegrippenlijst 516

Geraadpleegde literatuur 526

Afkortingenlijst 533

Register 536

Studiewijzer

'If you want to test a man's character, give him power.'
- Abraham Lincoln

Het onderwerp corporate governance staat de laatste jaren volop in de belangstelling. Letterlijk vertaald betekent het begrip gewoon ondernemingsbestuur, maar in het dagelijks spraakgebruik wordt corporate governance meestal vertaald met 'goed ondernemingsbestuur' of 'behoorlijk ondernemingsbestuur'. Het begrip behoorlijk ondernemingsbestuur bevat een kwalificatie en de geschiedenis heeft laten zien dat er inderdaad sprake is geweest van goede en slechte, van betere en mindere vormen van ondernemingsbestuur.

Zoals gezegd kan corporate governance worden vertaald met de Nederlandse term goed ondernemingsbestuur. We nemen hierbij als uitgangspunt dat het begrip goed zowel een technische als een normatieve kant heeft. In technische zin verwijst het woord 'goed' naar het feit dat het bestuur kwalitatief goed moet zijn en heeft het te maken met deskundigheid en professionaliteit. In normatieve zin verwijst het woord 'goed' naar het feit dat het bestuur deugdelijk moet zijn en betreft het de aspecten integriteit en betrouwbaarheid (ethiek). Dit boek richt zich zeker niet alleen op ondernemingen, maar juist ook op non-profitorganisaties en overheden. Voor het goede begrip is het daarom vaak beter te spreken van 'goed bestuur' in algemene zin.

Na de beschrijving van het corporate-governancesysteem worden in de vervolghoofdstukken de actoren en mechanismen stuk voor stuk beschreven. Deze modulaire opzet biedt het voordeel voor de lezer en de docent dat een keuze gemaakt kan worden uit de te behandelen onderwerpen, afhankelijk van de doelgroep.

Begonnen wordt met een historische schets van het ontstaan van de moderne onderneming en van de problemen die zich bij voortduring hebben voorgedaan tussen het bestuur en de aandeelhouders. Keer op keer is de afgelopen vier eeuwen het vertrouwen in het bedrijfsleven geschaad en elke keer is er nieuwe en aangescherpte wet- en regelgeving gekomen als reactie van de politiek (hoofdstuk 1).

Het vraagstuk van corporate governance kent verschillende disciplines of invalshoeken en is daarom een typisch multidisciplinair probleem. Identificatie van de verschillende invalshoeken verscherpt het doorzicht in het debat. In dit leerboek is daarom als aanpak gekozen voor een geïntegreerde benadering waarin bedrijfskundige, juridische, economische en financiële aspecten in samenhang behandeld worden aan de hand van de verschillende mechanismen en actoren in het systeem van corporate governance. Bij elkaar vormen zij het corporate-governancesysteem dat zich zowel binnen als buiten de onderneming afspeelt (hoofdstuk 2).

De eerste tien hoofdstukken van het boek behandelen deze aspecten van het governancestelsel. Bij interne governance gaat het vooral om governancemechanismen die zich intern in de onderneming afspelen zoals de relatie tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders, de beloning van bestuurders, de vermogensstructuur van de onderneming, de statuten en de aandacht die er bij de leiding bestaat voor interne beheersing. De externe governance betreft invloeden van buiten die invloed hebben op het ondernemingsbestuur. Dat zijn wet- en regelgeving, de markt waarin de onderneming opereert, de relatie met zakenbanken, de beoordeling van ondernemingen door beursanalisten en kredietbureaus en de financiële pers en de media, de rol van fusies en overnames, de invloed van toezicht-houders als De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten, de medezeggenschap van werknemers, de rol van accountants als controleur van de jaarrekening en de mogelijkheid om via juridische acties schadevergoeding te claimen.

De interne governance komt aan de orde in hoofdstukken 3 tot en met 6. Hoofdstuk 3 behandelt de taken en verantwoordelijkheden van het bestuur, waarna in hoofdstuk 4 wordt ingegaan op de beloning van bestuurders. De taken en bevoegdheden van de raad van commissarissen komen in hoofdstuk 5 aan de orde, waarna in hoofdstuk 6 de aandeelhouders aan bod komen.

De externe governance wordt behandeld in de hoofdstukken 7 tot en met 10. Hoofdstuk 7 behandelt de rol van zakenbanken en analisten bij het verkrijgen van vermogen. Hoofdstuk 8 gaat in op de rol van vreemd vermogen, terwijl hoofdstuk 9 ingaat op fusies en overnames als monitoringmechanisme. Als laatste mechanisme van externe governance wordt de rol van de toezichthouders besproken in hoofdstuk 10.

Na deze belangrijke mechanismen voor corporate governance wordt op een aantal relevante deelonderwerpen ingegaan. Zo wordt de rol van de werknemers als belangrijke stakeholder besproken in hoofdstuk 11. We besteden aandacht aan internationale ontwikkelingen en wetgeving zoals de Sarbanes-Oxleywet in de Verenigde Staten en de Engelse UK Corporate Governance Code en de UK Stewardship Code (hoofdstuk 12). Vervolgens worden de Nederlandse Structuurwet (hoofdstuk 13) en de Nederlandse Corporate Governance Code (Code Tabaksblat) besproken (hoofdstuk 14). In het resterende deel van het boek wordt een aantal relevante deelonderwerpen besproken zoals corporate governance bij publiek-private organisaties (hoofdstuk 15), vanwege de aparte problematiek ten aanzien van corporate governance. Ook komt aan bod de verplichting van het management om specifiek aandacht aan interne beheersing te schenken (hoofdstuk 16). Tevens gaan we in op fraude, inclusief de maatregelen om fraude tegen te gaan (hoofdstuk 17). In hoofdstuk 18 wordt de rol en positie van de externe en interne accountant behandeld vanuit het corporate-governanceperspectief.

De twee afsluitende hoofdstukken bieden de gelegenheid om dieper in te gaan op twee thema's: de verschillen van het corporate-governancestelsel tussen het MKB en het grootbedrijf voor wat betreft de actoren en de diverse governancemechanismen (hoofdstuk 19) en de relatie tussen maatschappelijk verantwoord ondernemen en behoorlijk ondernemingsbestuur (hoofdstuk 20).

Op steeds meer (post)hbo-opleidingen, universitaire en meer praktijkgerichte opleidingen wordt aandacht besteed aan corporate governance. Het leerboek geeft in zijn opzet een compleet en samenhangend beeld van de laatste stand van zaken. Daarbij geeft het de docent de gelegenheid een keuze te maken uit de verschillende hoofdstukken. Zo worden in de eerste tien hoofdstukken de meest relevante actoren en mechanismen van het corporate-governancesysteem behandeld. Hiermee wordt voor de student de basis gelegd voor een goed begrip van en inzicht in het vakgebied. De vervolghoofdstukken bieden de gelegenheid tot verdere verdieping door bijvoorbeeld aandacht te schenken aan de wetgeving en gedragscodes, de toezichthouders en de werknemers, of governance bij publiekprivate organisaties.

Voor de accountancyopleiding is het vak corporate governance met ingang van het studiejaar 2008/2009 verplicht geworden door de nieuwe eisen conform de Europese richtlijn 2006/43/EG. Dit betekent dat de eindtermen uiterlijk per het einde van het studiejaar 2009/2010 in het curriculum van de (initiële en postinitiële) accountantsopleidingen ingevoerd moeten zijn. Het leerboek voldoet geheel aan de nieuwe eindtermen voor de theoretische opleiding tot accountant van de Commissie Eindtermen Accountancy (CEA) zoals in 2013 vastgesteld, maar daarvoor hoeven niet alle hoofdstukken behandeld te worden. Na de eerste tien basishoofdstukken kan de docent vervolgen met de behandeling van de hoofdstukken 12, 13, 14, 16, 17 en 18. Deze hoofdstukken behandelen een aantal onderwerpen uit de eerdergenoemde eindtermen. Hoewel deze eindtermen geen aandacht besteden aan de specifieke problematiek van publiek-private organisaties, lijkt het aanbevelingswaardig om ook hoofdstuk 15 te behandelen, gezien het feit dat veel accountants dit type organisaties in de praktijk als cliënt tegenkomen. Dit geldt eveneens voor hoofdstuk 19, dat governance in het MKB behandelt.

Zoals gebruikelijk wordt het leerboek ondersteund door een website: www.corporategovernance.noordhoff.nl, waarop voor docent en student aanvullende actuele informatie, hand-outs, studiewijzers, cases en literatuur beschikbaar zijn gesteld.



1

Corporate governance: een historisch perspectief

'Trust, it's not for sale, easily lost and often not fully appreciated until it's gone.'

– Jorma Olilla, non-executive chairman Shell

- 1.1 Ondernemen en corporate governance
- 1.2 Vormen van zakelijk eigendom
- 1.3 De 'uitvinding' van de naamloze vennootschap
- 1.4 Invloed van beleggers
- 1.5 Stakeholder versus shareholder

Bij corporate governance staat de onderneming als economische activiteit centraal (1.1). In dit hoofdstuk bespreken we de verschillende ondernemingsvormen en hun ontstaansgeschiedenis (1.2). Het accent ligt daarbij op de vennootschap omdat dit bij uitstek de ondernemingsvorm is waar het vakgebied Corporate Governance zich op richt. Daarbij worden ook de problemen en schandalen besproken die zich in het verleden hebben voorgedaan en de reactie daarop van de overheid (1.3). Transparantie, verantwoording, risicobeheersing, integriteit en topsalarissen zijn begrippen waarmee men ook in het verleden al bekend was. Door de komst van de beursgenoteerde onderneming ontstaat er scheiding tussen kapitaalverschaffers (de aandeelhouders) en de leiding van de onderneming. Dit roept de noodzaak op om beleggers invloed te geven op de gang van zaken in de onderneming (1.4). Daarnaast heeft het bestuur van een Nederlandse vennootschap ook de taak om de belangen van anderen dan aandeelhouders op evenwichtige wijze te behartigen (1.5).

1.1 Ondernemen en corporate governance

In ons economisch systeem speelt het ondernemerschap een grote rol. Personen en ondernemingen kunnen land, boerderijen, fabrieken of productiemiddelen (bijv. vrachtwagens of machines) bezitten en deze middelen inzetten om te proberen er geld mee te verdienen. Kapitalisme is een economisch systeem waarin hard werken wordt beloond, evenals inventiviteit en creativiteit bij het bedenken van nieuwe producten en diensten. Door het creëren van toegevoegde waarde in een economie worden persoonlijke rijkdom en welvaart opgebouwd. Dit vormt een belangrijke drijfveer om voortdurend nieuwe ideeën te genereren en zorgvuldig om te gaan met productieve activiteiten die banen creëren en de levensstandaard verhogen.

Elke onderneming streeft ernaar om op lange termijn winst te maken en dat kan op twee manieren. Allereerst door producten en/of diensten te leveren aan een klantenkring. De waarde van een onderneming is in hoge mate afhankelijk van de huidige en toekomstige winsten die met deze ondernemingsactiviteit kunnen worden behaald. Door de kernactiviteit beter en efficiënter uit te voeren kan de winst worden verhoogd. Ten tweede kan een onderneming de winst vergroten door groei in de omzet van een bestaand product of door additionele omzet door de introductie van een nieuw product.

Werkkapitaal

Wil de onderneming uitbreiden, dan is er meer geld of werkkapitaal nodig. Elke ondernemingsactiviteit kent ook bepaalde risico's. De mogelijkheden om toegang tot nieuw kapitaal te verwerven en om de risico's zo goed mogelijk in te schatten en te beheersen, zijn belangrijk voor het slagen of falen van een onderneming. Deze mogelijkheden worden sterk beïnvloed door de manier waarop de onderneming wordt bestuurd. Dat is waar corporate governance zich op richt. Corporate governance gaat in essentie over de vraag aan wie en op welke wijze een integer ondernemingsbestuur transparant verantwoording moet afleggen. Daarbij gaat het over strategie, resultaten en risico's van de onderneming en moet verantwoording worden afgelegd aan aandeelhouders en andere belanghebbenden bij de onderneming.

Vertrouwen

De letterlijke Nederlandse vertaling van corporate governance is ondernemingsbestuur. Vaak echter spreken we over *behoorlijk* ondernemingsbestuur om aan te geven dat dit vakgebied zich bezighoudt met de vraag hoe ervoor gezorgd kan worden dat ondernemingen zich behoorlijk gedragen, opdat kapitaalverschaffers erop kunnen vertrouwen dat de ondernemingsleiding rekening houdt met hun belangen. Anders geformuleerd: de macht van bestuurders moet worden gecontroleerd. Van belang is daarbij de gekozen ondernemingsvorm, want die bepaalt uiteindelijk de verantwoordelijkheid van de leiding en de rechten van de kapitaalverschaffers.

1.2 Vormen van zakelijk eigendom

Zakelijk eigendom

Het recht dat een persoon op een zaak kan hebben wordt in de wet als *zakelijk eigendom* betiteld. Welke rechten aan dat zakelijk eigendom kunnen worden ontleend hangt af van de ondernemingsvorm die men kiest bij het oprichten van een onderneming.

Een onderneming kan als volgt worden beschreven:

Een onderneming is een georganiseerd verband van kapitaal, arbeid en leiding, dat zich bezighoudt met het produceren van goederen en/of diensten, met de bedoeling deze in het economische verkeer te brengen, teneinde daarmee winst te behalen.

Onderneming

De omvang en de structuur van een onderneming kunnen in de praktijk sterk verschillen. De meest eenvoudige rechtsvorm is de *eenmanszaak*, die gedreven wordt door één enkele natuurlijke persoon, de ondernemer. Sluiten twee of meer ondernemers een overeenkomst om te gaan samenwerken dan ontstaat een vennootschap onder firma, een commanditaire vennootschap of een maatschap. In al deze gevallen zijn de betrokken personen zelf de ondernemers en zijn zij ook de eigenaar van de onderneming. Zij zijn ook persoonlijk partij bij deze vormen van samenwerking, dat wil zeggen dat zij persoonlijk geld inbrengen om de onderneming te voorzien van startkapitaal. Tevens zijn zij persoonlijk 100 procent verantwoordelijk voor de schulden van de onderneming. Daarom worden deze vormen van samenwerking *personenvennootschappen* genoemd.

Eenmanszaak**Personenvennootschappen**

Wanneer de onderneming groter wordt, gaat de persoonlijke aansprakelijkheid voor de schulden van de onderneming steeds zwaarder wegen. Een ondernemer zal dan op zoek gaan naar een rechtsvorm waarbij hij niet persoonlijk aansprakelijk is voor alle schulden. De rechtsvormen waarvoor dat geldt, zijn de besloten vennootschap (bv), de naamloze vennootschap (nv), de vereniging, de coöperatie, de onderlinge waarborgmaatschappij en de stichting. Zoals eerder gezegd richt het vakgebied Corporate Governance zich vooral op de naamloze vennootschap en besloten vennootschap.

Al deze ondernemingsvormen zijn *rechtspersoon*, wat wil zeggen dat de onderneming als een eenheid wordt beschouwd ofwel een eigen rechtspersoonlijkheid heeft. De oprichters zijn verplicht een basiskapitaal in te brengen als startvermogen van de nieuwe onderneming. Een belangrijk kenmerk van de naamloze vennootschap en de besloten vennootschap is de beperkte aansprakelijkheid. Hiermee wordt bedoeld dat de aandeelhouders alleen aansprakelijk zijn tot het bedrag waarvoor zij deelnemen in de vennootschap.

Rechtspersoon

Juridisch gesproken zijn bij deze ondernemingsvorm niet de betrokken natuurlijke personen de ondernemer, maar is de rechtspersoon dat zelf. Het begrip rechtspersoon duidt op het feit dat er sprake is van een juridische constructie waardoor een abstracte entiteit (organisatie) op kan treden als een natuurlijk persoon in het rechtsverkeer. Dat wil zeggen dat een rechtspersoon bezittingen en schulden kan hebben, contracten kan sluiten, rechtszaken kan aanspannen of aangeklaagd kan worden. Een rechtspersoon wordt altijd vertegenwoordigd door een of meerdere bestuurders die gerechtigd zijn om namens de rechtspersoon op te treden.

Wel kunnen de oprichters zich bij de start laten benoemen als bestuurder van de onderneming. De besloten vennootschap of naamloze vennootschap is logischerwijs voor het recht dan ook geen eigendom van de oprichter(s) maar de onderneming is 'van zichzelf' als zelfstandige zakelijke rechtspersoon. De handelspartners, werknemers of klanten kunnen in beginsel dan ook alleen het vermogen van de vennootschap aanspreken voor de schulden. Daarom worden de naamloze vennootschap en besloten vennootschap dikwijls *kapitaalvennootschappen* genoemd. Een belangrijk

Kapitaalvennootschappen

verschil tussen de twee vennootschappelijke vormen is dat de aandelen van de naamloze vennootschap vrij verhandelbaar zijn (veelal op de beurs) en die van de besloten vennootschap niet. De aandelen van de besloten vennootschap staan op naam en die van de naamloze vennootschap niet, die zijn aan toonder. Voor beide groepen aandeelhouders geldt dat ook zij geen eigendomsrechten hebben over de onderneming waarvan zij aandelen bezitten. Voor het recht zijn zij louter en alleen verschaffers van risicodragend kapitaal, op basis daarvan hebben zij weliswaar bepaalde rechten maar zij zijn geen eigenaar.

Coöperatie

De *coöperatie* is een vorm van zelforganisatie van producenten of verbruikers gericht op het vergroten van de economische macht en het behalen van schaalvoordeel. Voorbeelden zijn coöperaties als Campina, de Bloemenveiling Aalsmeer en de Rabobank. De leden van de coöperatie zijn bij ontbinding ervan, ieder voor een gelijk deel aansprakelijk voor de tekorten van de coöperatie. Er kan van deze wettelijke aansprakelijkheid worden afgeweken door in de statuten de aansprakelijkheid van de leden te beperken of uit te sluiten.

De Kamer van Koophandel geeft een overzicht van de belangrijkste verschillen tussen de rechtsvormen (figuur 1.1).

Vennootschapsvormen zonder rechtspersoonlijkheid

We moeten wel bedenken dat niet alle vennootschapsvormen ook rechtspersoonlijkheid hebben. Vennootschapsvormen zonder rechtspersoonlijkheid zijn de eerdergenoemde maatschap, de vennootschap onder firma (vof) en de commanditaire vennootschap (cv). Deze vennootschapsvormen kunnen als vennootschap niet door de rechtbank gedaagd worden, ze worden altijd vertegenwoordigd door een natuurlijk persoon. Hetzelfde geldt voor de eenmanszaak, die geen vennootschapsvorm is en ook geen rechtspersoonlijkheid heeft. Zoals uit de cijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) te zien is, vertegenwoordigen deze rechtsvormen veruit de meerderheid van alle voorkomende rechtsvormen (zie tabel 1.1).

TABEL 1.1 Rechtsvormen in aantallen in Nederland

Jaar	Totaal	Eenmanszaak	Maatschap	VOF	BV	NV	Overig of Onbekend
2007	955.990	472.770	45.485	147.775	241.925	980	3.160
2008	1.021.245	514.985	43.940	143.850	267.730	975	3.525
2009	1.088.840	561.600	45.985	150.735	280.305	990	3.620
2010	1.124.405	594.000	46.610	148.635	284.410	975	3.665
2011	1.170.130	632.125	45.900	148.635	292.545	990	3.840
2012	1.247.445	693.655	46.300	152.185	303.150	995	3.980

Code Tabaksblad

De discussie rond behoorlijk ondernemingsbestuur betreft dan ook slechts een relatief zeer klein deel van de in Nederland gevestigde ondernemingen. De gedragscode voor ondernemingen in ons land, de *Code Tabaksblad*, geldt bijvoorbeeld alleen voor beursgenoteerde ondernemingen en dan praten we over een kleine tweehonderd ondernemingen die hiervoor in aanmerking komen.

FIGUUR 1.1 Verschillen tussen de rechtsvormen

	Enmanszaak	B.V.	N.V.	Maatschap	V.O.F.	C.V.	Vereniging met volledige rechtsbevoegdheid	Vereniging met beperkte rechtsbevoegdheid	Coöperatie/Onderlinge waarschappij	Stichting
Oprichting	Vomvrij	Notariële akte	Notariële akte	Vomvrij, voorkeur schriftelijk/notarieel contract	Vomvrij, voorkeur schriftelijk/notarieel contract	Vomvrij voorkeur schriftelijk/notarieel contract	Notariële akte	Statuten	Notariële akte	Notariële akte
Kapitaalvereiste	Geen	€ 0,01	€ 45.000	Geen	Geen	Geen	Geen	Geen	Geen	Geen
Bestuur	Eigenaar	Directie	Directie	Maten	Vennoten	Behorend vennoten	Bestuur	Bestuur	Bestuur	Bestuur
Andere organen	Geen	Aandeelhouders, evt. Raad van Commissarissen	Aandeelhouders, evt. Raad van Commissarissen	Geen	Geen	Commanditaire vennoten	Leden	Leden	Ledenraad, evt. Raad van Commissarissen	Geen
Aansprakelijkheid	Privé 100%	Bestuur (bij onbehoorlijk bestuur of bij onterechte uitkering aan aandeelhouders)	Bestuur (bij onbehoorlijk bestuur)	Privé voor gelijk deel als maatschap verplichtingen niet nakomt	Alle vennoten privé voor 100% als V.O.F. verplichtingen niet nakomt	Behorend privé vennoten privé 100%, Commanditaire vennoten beperkt aansprakelijk	Bestuur (bij onbehoorlijk bestuur)	Bestuur (bij onbehoorlijk bestuur en niet ingeschreven in handelsregister)	Leden WA-geheel BA-beperkt UA-niet. Bestuur (bij onbehoorlijk bestuur)	Bestuur (bij onbehoorlijk bestuur)
Belastingen	Inkomstenbelasting, mkb-winstvrijstelling, ondernemersaftrek (bij voldoen aan urencriterium)	Vennootschapsbelasting, inkomstenbelasting over salaris directie en over dividend	Vennootschapsbelasting, inkomstenbelasting over salaris directie en over dividend	Inkomstenbelasting, mkb-winstvrijstelling, ondernemersaftrek (bij voldoen aan urencriterium)	Inkomstenbelasting, mkb-winstvrijstelling, ondernemersaftrek (bij voldoen aan urencriterium)	Behorend vennoten; inkomstenbelasting, mkb-winstvrijstelling, ondernemersaftrek (bij voldoen aan urencriterium)	Eventueel vennootschapsbelasting	Eventueel vennootschapsbelasting	Vennootschapsbelasting, inkomstenbelasting over winstuitkeringen	Eventueel vennootschapsbelasting
Sociale zekerheid	Geen werknemersverzekeringen	Geen werknemersverzekeringen, tenzij ontslag tegen de wil van directeur-aandeelhouder mogelijk is	Geen werknemersverzekeringen, tenzij ontslag tegen de wil van directeur-aandeelhouder mogelijk is	Geen werknemersverzekering	Geen werknemersverzekering	Geen werknemersverzekering	Bestuur niet in loondienst	Bestuur niet in loondienst	Aleen in bepaalde gevallen	Bestuur niet in loondienst

Al deze ondernemingsvormen zijn niet bedacht door knappe juristen; zij hebben hun ontstaan en specifieke kenmerken te danken aan een lange historie van groei in economische activiteiten die elk uiteindelijk hun eigen rechtsvorm vorm kregen, afgestemd op de behoeften die uit die economische activiteit ontstonden waarvoor zij werden opgericht en de financieringsvereisten die daaraan gepaard gingen.

1.3 De ‘uitvinding’ van de naamloze vennootschap

Een ondernemer moet voor zijn economische activiteiten onder meer kunnen beschikken over een goede juridische infrastructuur. Hiertoe behoren ook de regels die verband houden met de rechtsvorm waarin de onderneming wordt gedreven. De wetgever laat de ondernemer vrij om voor zijn onderneming de rechtsvorm te kiezen die hem het meest geschikt lijkt. Het is om die reden dat er ook geen dwingende voorschriften zijn die een bepaalde rechtsvorm voorschrijven aan ondernemingen met een bepaalde grootte. Grote ondernemingen worden veelal gedreven in de vorm van een naamloze vennootschap (nv), maar dat kan evengoed in de vorm van een besloten vennootschap (bv) zoals de SHV, een vereniging zoals de ANWB of een coöperatie zoals de Rabobank.

De keuze die een ondernemer maakt voor een bepaalde rechtsvorm brengt naast rechten ook verplichtingen met zich mee. Die verplichtingen betreffen zowel de interne als de externe verhoudingen van de rechtspersoon. Het rechtspersonenrecht is in Nederland opgenomen in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, dat handelt over de rechtspersonen.

Door de geschiedenis heen zijn verschillende ondernemingsvormen te zien geweest, waaruit uiteindelijk de naamloze vennootschap is ontstaan. De naamloze vennootschap is een ondernemingsvorm gebleken waarbij zich vaak boekhoud- en beursschandalen voordoen. Schandalen worden vaak gevolgd door aanpassing van de wet- en regelgeving.

1.3.1 Historische ondernemingsvormen

De geschiedenis laat een variëteit aan ondernemingsvormen zien, die in de loop van de tijd zijn ontstaan. De oudste vorm om een onderneming te drijven was ongetwijfeld de eenmanszaak. In de middeleeuwen waren de voornaamste economische activiteiten de landbouw, handel en ambachten. Deze activiteiten waren vooral kleinschalig, handmatig en weinig kapitaalsintensief. Een ambachtsman die een eigen bedrijf wilde beginnen, kon in het benodigde startkapitaal veelal uit eigen middelen (spaargeld) voorzien of kon dat geld lenen bij verwanten of geldschieters.

Door de ontdekkingsreizen werden nieuwe wingewesten ontdekt en ontstonden ook (internationale) handelsmogelijkheden. De *Gouden Eeuw* was een periode in de geschiedenis waarin de Nederlandse handel een toppositie in de wereld innam. Gezien de grote sommen geld die voor de handelsactiviteit nodig waren, was het niet langer mogelijk om die in de vorm van een eenmanszaak uit te oefenen. In navolging van de Italiaanse kooplieden ontstonden er zogenoemde *compagnieën*, waarin een aantal kooplieden zich verenigde om voor gezamenlijke rekening handel te drijven. Dit waren dan vaak eenmalige samenwerkingsverbanden, waarbij de rechten en plichten van de deelnemers in een overeenkomst werden vastgelegd.

Rechtsvorm
is vrij

Gouden Eeuw

Compagnie

Een soortgelijke werkwijze met een overeenkomst werd overigens ook gevolgd door piraten. Zij stelden voor elke expeditie een document met gedetailleerde regels op (de zgn. *chasse partie*) betreffende het doel van de expeditie, de keuze van de kapitein en de kwartiermeester (inclusief hun bevoegdheden) aan wie zij de leiding van het schip opdroegen, maar ook ten aanzien van de verdeling van de buit, de vergoedingen voor gewonden en de onderlinge gedragsregels (Leeson, 2007). Behalve als een overeenkomst tussen betrokkenen valt dit ook te beschouwen als eerste vorm van een code of ethics (gedragscode) voor een onderneming.

In het middeleeuwse Italië hadden al eerder dan in Nederland financiële innovaties plaatsgevonden die tot doel hadden om efficiënter met risico's om te gaan. Kooplieden uit de Italiaanse stadstaten financierden gezamenlijk een tocht van een handelsvaart. Zo konden zij het risico dat een tocht tegenvallende resultaten opleverde, met elkaar delen. Zij deden dit door middel van zogenoemde *commenda's*. *Commenda's* waren vennootschapscontracten tussen twee partijen; de ene partij bestond uit een aantal stille vennoten die een gemeenschappelijk kapitaal bijeenbrachten, de andere partij uit een koopman die daarmee handelsactiviteiten ontplooid. Tegenwoordig zou men zeggen dat dit de eerste commanditaire vennootschappen waren. Een belangrijk verschil tussen de *commenda's* en de commanditaire vennootschap is echter dat een *commenda* werd ontbonden zodra de handelsvaart was voltooid.

Commenda

Zoals gezegd kende men in Nederland de *compagnie*. Een *compagnie* is te vergelijken met de huidige vennootschap onder firma en ontstond doordat het varen en handelen, ver weg overzee, alleen gedaan kon worden door een sterke, kapitaalcrachtige onderneming. Een *compagnie* werd opgericht om een enkele expeditie uit te rusten. De firmanten of bewindhebbers hadden elk een aantal geldschietters achter zich, die niet aansprakelijk gesteld konden worden voor de onderneming; zij konden hooguit hun ingelegde geld verliezen. Naar rato van inbreng werden de eventuele winsten na de reis verdeeld onder de deelnemers.

De *Compagnie van Verre* was een voorloper van de Vereenigde Oostindische Compagnie. Zij werd in 1594 door negen Amsterdammers opgericht in de Warmoesstraat. De *Compagnie van Verre* rustte een expeditie van drie zwaarbewapende schepen en een pinas uit onder leiding van Cornelis de Houtman, met als doel het pepermonopolie van Portugal te doorbreken. Op 2 april 1595 vertrokken de schepen, met 204 mannen aan boord, van de rede van Texel om op weg te gaan naar Bantam, de belangrijkste peperhaven op Java. Deze reis staat bekend als de Eerste Schipvaart. Op 14 augustus 1597 keerde de expeditie in Amsterdam terug met 87 overlevenden.

Veel historici zijn van mening dat de *compagnie* en de *commenda* belangrijke institutionele hervormingen betekenden, omdat de aansprakelijkheid van de kapitaalverschaffers al bij oprichting beperkt was tot hun inleg (beperkte aansprakelijkheid). Tegelijkertijd werd het door deze beperking mogelijk om een bredere kring van kapitaalverschaffers aan te trekken voor een bepaalde expeditie of onderneming, zodat een grootschaliger opzet dan voorheen moge-

Beperkte aansprakelijkheid

lijk was. We moeten echter wel bedenken dat de kapitaalbreng voornamelijk werd gedaan door een relatief kleine kring van bekende personen en voor een relatief korte tijd (bijv. voor de duur van een handelsexpeditie). Opmerkelijk is echter ook dat de meerderheid van het kapitaal niet door een relatief kleine kring van rijke kooplieden werd gedaan maar ook door vele tientallen minder vermogende participanten (deelnemers) die voor een relatief klein bedrag zogenoemde scheepsparten kochten van een bepaalde bewindhebber van de compagnie. De bewindhebbers vormden de leiding als gevolmachtigd bestuurders en namen ook ruimschoots deel in het benodigde kapitaal in de onderneming. In deze constellatie was er, net als bij de commenda, geen scheiding tussen leiding en kapitaalverschaffing. De kooplieden die leiding gaven aan de handelsvaart liepen aanzienlijke financiële risico's, net als de participanten. Een aardig voorbeeld daarvan is de figuur van de Venetiaanse koopman Antonio in de komedie *De Koopman van Venetië* van William Shakespeare. Deze ging failliet toen al zijn kapitaal verloren ging door het zinken van het schip dat hij en anderen hadden gefinancierd voor een handelsreis.

1.3.2 Eerste naamloze vennootschap

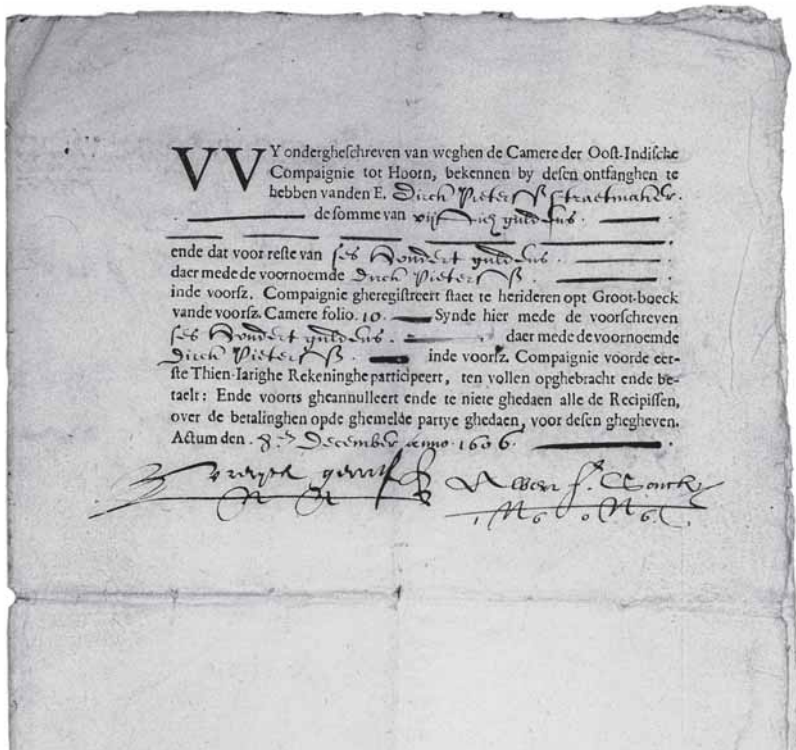
De grote handelscompagnieën in de tijd van de commenda en compagnie maakten nog een opmerkelijke evolutie door en zijn daardoor te beschouwen als de voorlopers van de huidige naamloze vennootschap. Een belangrijke mijlpaal daarbij is dat op 20 maart 1602 in Nederland de *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* (VOC) als eerste beursgenoteerde naamloze vennootschap in de wereld werd opgericht. Het verkrijgen van het octrooi betekende voor de VOC dat zij voor de Republiek der Nederlanden het alleenrecht verwierf om in dit gebied handel te drijven.

Aanleiding was dat varen, handelen en opbouwen van een netwerk van factorijen ver weg overzee in een tijd van oorlog met de grote koloniale machten Spanje en Portugal, alleen gedaan kon worden door één sterke, kapitaalkrachtige onderneming, toegerust met voldoende rechtsmiddelen. De toenmalige compagnie was hiervoor niet geschikt omdat zij te klein was en ook slechts voor de duur van één enkele expeditie of reis werd opgericht. Door de Staten-Generaal werd aan de VOC een octrooi verleend voor de handel tussen Kaap de Goede Hoop en Kaap Hoorn.

De VOC wordt wel de eerste naamloze vennootschap genoemd. Dit is voornamelijk te danken aan het feit dat deze compagnie het eerste bedrijf ter wereld was dat een in aandelen verdeeld kapitaal had.

Bij de oprichting in 1602 werd er door het publiek voor 6.424.588 florijnen ingetekend, een fenomenaal bedrag voor die tijd. Participeren in de VOC stond voor iedereen open. In tegenstelling tot de financiering van de eerder bestaande compagnieën werd niet per expeditie gefinancierd maar voor een langere periode. Het aandelenkapitaal hoefde niet direct te worden gestort, maar in vier termijnen tussen 1602 en 1604. De deelname in de VOC kon alleen blijken uit een aantekening in het participatieboek. De aandelen, actiën genoemd, waren vrij overdraagbaar en beleenbaar. Overdracht vond plaats door overschrijving in een transportregister. De aandelen werden verhandeld aan de Amsterdamse effectenbeurs.

Aandeel VOC



Bron: Stichting Vereniging voor de Effectenhandel.

'In 1602 hadden in Amsterdam 1.143 personen aandelen; in Middelburg waren dat er 264. De bedragen van de intekening varieerden van 50 tot 85.000 florijnen. In Amsterdam waren 88 personen (waaronder ongeveer 40 afkomstig uit Zuid-Nederland) die meer dan 10.000 florijnen inbrachten. Samen brachten die 88 personen bijna de helft van het in Amsterdam ingebrachte kapitaal in. De aandeelhouders kwamen uit alle lagen van de bevolking: van loonarbeiders tot doktoren, predikanten en grote kooplieden. De kleinere aandeelhouders verkochten al vrij snel hun aandeel, waarschijnlijk aan de grotere kooplieden. In 1612 waren er in Amsterdam nog maar 830 aandeelhouders.'

Bron: www.vocsite.nl/geschiedenis/organisatie.html

Belangrijke innovaties

Het ontstaan van de VOC heeft een aantal belangrijke innovaties gebracht. Deze hielden belangrijke voordelen voor de kapitaalverschaffers (aandeelhouders) in.

Ten eerste kregen de aandeelhouders de mogelijkheid om te delen in de opbrengsten van de vaarten op de Oost zonder dat ze daadwerkelijk zelf deel hoefden te nemen aan de tochten. Externe aandeelhouders konden hun vermogen in ruil voor aandelen ter beschikking stellen aan de VOC, die op haar beurt in staat was de risicovolle vaarten te organiseren. Daardoor

Public equity

werd de kring van geïnteresseerde kapitaalverschaffers zo groot dat het benodigde grote startkapitaal relatief gemakkelijk kon worden verkregen. We zien hier dan ook de eerste verschijningsvorm van *public equity*. De tweede innovatie was dat de aandeelhouders uitkeringen kregen in de vorm van dividenden. De derde innovatie was dat de aandelen VOC verhandelbaar waren (dus niet na afloop van een reis werden terugbetaald) en konden worden doorverkocht aan een andere geïnteresseerde partij. De handel in aandelen VOC vond eerst plaats op het kantoor van de VOC zelf en later op de Amsterdamse Koopmansbeurs, die daardoor een voorloper werd van de huidige effectenbeurzen. De vierde innovatie was dat het bestuur (zo kunnen we de Heeren XVII wel noemen) weliswaar ook zelf deelnam in de VOC, maar dat de overgrote meerderheid van het kapitaal door anderen werd ingebracht. Er is hier dan ook sprake van een eerste scheiding van leiding en kapitaalverschaffing.

Continuïteit van de onderneming

Een bijzonderheid is nog dat bij de oprichting was bepaald dat het kapitaal voor tien jaar zou worden ingelegd en dan zou worden teruggegeven. De eventuele winst zou aan de participanten ten goede komen. Vervolgens zou opnieuw kapitaal vergaard worden voor een tweede periode van tien jaar. In 1622 zou wederom geliquideerd worden en in geval de VOC zou worden voortgezet, opnieuw kapitaal aangetrokken. De bewindhebbers zagen echter weinig heil in deze methode. Zij wilden van de VOC een krachtige, permanente onderneming maken. In het belang van de continuïteit hadden zij het geld dat normaliter aan dividend uitgekeerd zou worden, hard nodig voor herinvestering. Daarom is aan deze bepaling nooit gevolg gegeven en werd de VOC geen gelegenheidsonderneming maar bestond zij tot en met 1795 toen de onderneming werd generationaliseerd.

Permanente onderneming

1.3.3 Schandalen bij beursgenoteerde ondernemingen

Het financieringsmodel dat bij de VOC werd geïntroduceerd vond al snel navolging in Nederland (o.a. bij de oprichting van de West-Indische Compagnie in 1621) maar evenzeer in het buitenland. In de loop van de tijd hebben zich met de zich ontwikkelende rechtsvorm van de naamloze vennootschap veel schandalen van fraude en misbruik voorgedaan.

Beursschandalen

South Sea Company

De eerste problemen deden zich al voor bij de South Sea Company die in 1710 werd opgericht in Engeland. Deze onderneming had het monopolie voor de handel met de Spaanse koloniën in Zuid-Amerika (de South Sea). In 1720 ontstond er door het verspreiden van valse geruchten een speculatieve hausse in het aandeel, waarbij de koers van 128 pond in januari omhoog schoot naar 1.000 pond in juli, om vervolgens naar 100 pond te zakken in december. Vele duizenden aandeelhouders gingen failliet doordat zij met geleend geld hadden gekocht of doordat zij hadden gespeculeerd op een mogelijke koersdaling (*short selling*) die niet kwam. Door de grote woede onder de investeerders (waaronder ook talrijke aristocraten) werd het Britse Parlement bijeengeroepen en begon men met een onderzoek. Het onderzoeksrapport gaf aan dat er wijdverbreid fraude had plaatsgevonden door directieleden en zelfs door leden van het Britse kabinet. Naast het opleggen van een gevangenisstraf, werd er ook besloten de bezittingen van de directieleden in beslag te nemen en te veilen om de slachtoffers schadeloos te

stellen. We zien dat de macht van de directieleden te groot was en de macht van de aandeelhouders te klein en dat de mogelijkheden voor fraude in overdaad aanwezig waren.

Waren het eerst en vooral omvangrijke en riskante handelsactiviteiten waarvoor het financieringsmodel van de naamloze vennootschap vooral werd gebruikt, met de komst van de Industriële Revolutie werd dit financieringsmodel ook zeer geschikt gevonden voor grote kapitaalsintensieve ondernemingen zoals mijnbouw, textiel- en staalfabrieken en spoorwegen.

In de Verenigde Staten waren bijvoorbeeld de spoorwegen cruciaal voor de economische ontwikkelingen van dat land en ontstonden er grote vennootschappen met verhandelbare aandelen omdat de spoorwegen, anders dan in Europa, door private ondernemingen en niet door de overheid werden aangelegd. De aandelen van dit soort ondernemingen werden niet alleen in de Verenigde Staten maar ook in Europa gekocht door aandeelhouders, waarbij vooral de Nederlanders zeer actieve beleggers waren. Het beursblad *Next Update* van Euronext vermeldt daarover:

‘De eerste spoorwegmaatschappij die met Nederlands geld wordt gefinancierd is de Baltimore Susquehanna Railroad. Gaandeweg zijn de belangen van Nederlanders in Amerikaanse spoorwegen zo omvangrijk dat het wel en wee van de Amerikaanse spoorwegbedrijven net zo hard wordt gevoeld in New York als in Amsterdam. Van de 150 Amerikaanse spoorwegmaatschappijen is de Illinois Central Company de eerste onderneming waarvan de aandelen in Amsterdam worden verhandeld. De introductie van dit spoorwegfonds in Amsterdam is op 1 maart 1857 en er volgen nog vele van dergelijke fondsen. Net voor het uitbreken van de Tweede Wereldoorlog maken maar liefst 120 Amerikaanse spoorwegmaatschappijen gebruik van de Nederlandse kapitaalmarkt. De zogeheten ‘Amerikaantjes’ hebben geen directe notering, maar worden verhandeld via administratiekantoren.’

Ook in de Verenigde Staten speelden zich van tijd tot tijd grote beursschandalen af. Een bekend voorbeeld is de plotselinge val van Jay Cooke en zijn Northern Pacific spoorwegmaatschappij. Cooke had een meerderheidsaandeel in deze maatschappij verworven die een spoorwegverbinding van de oostkust tot de westkust wilde aanleggen. Hij moest echter steeds meer fondsen aantrekken en concessies verwerven voor de verdere aanleg van de spoorlijn en uiteindelijk bleek dit een brug te ver. Grote financiers als Rothschild, andere Europese financiers en Amerikaanse beleggers wilden de verdere groei niet financieren omdat de risico's te groot waren geworden. Op 18 september 1873 moest Northern Pacific haar deuren sluiten. Veel beleggers verloren al hun geld en het grote publiek verloor haar vertrouwen in *corporate America*. Daardoor ontstond een heuse economische recessie (de 1873 Panic), die andere spoorwegmaatschappijen, ondernemingen, beleggers, werknemers en politici in haar val meesleurde.

Ook ons eigen land kende in de vorige eeuw haar financiële schandalen. Een bekend voorbeeld is de neergang van het Müller-concern in de tweede helft van de jaren twintig, dat een van de grootste schandalen uit de geschiedenis was.

De firma Wm. H. Müller & Co. was uitgegroeid tot een van Nederlands grootste ondernemingen en werd geleid door dr. A. G. Krölller. Zoals veel ondernemers die een concern vanaf de grond opbouwen, beschouwde Krölller het bedrijf als zijn persoonlijk imperium. Royale gebaren, zoals het schenken van clubgebouwen aan Rotterdamse studentenverenigingen en de gift van tienduizend gulden voor de oprichting van de Handels-Hoogeschool werden betaald door Müller & Co.

In 1909 begon Krölller met geld van de firma aan het bijeenkopen van een enorm landgoed op de Veluwe en aan de opbouw van een indrukwekkende kunstcollectie. Tussen 1909 en 1922 gaf het echtpaar Krölller-Müller hieraan minstens vijf miljoen gulden uit, evenveel als het firmakapitaal. Ondertussen ging Krölllers eigen firma bergafwaarts. Tegen het einde van de Eerste Wereldoorlog was de financieringsdruk al eens zo hoog opgelopen dat beursgeruchten over te grote kredieten van 'huisbank' Robaver aan Müller & Co. tot in diplomatieke berichten doordrongen. Toen was er geen redden meer aan. De bedrijfsschuld steeg tot 25 miljoen gulden, en deze illiquide post bracht Robaver – indertijd de grootste bank van Nederland – aan de rand van de afgrond. Om het bedrijf zoveel mogelijk bijeen te houden nam Krölller zijn toevlucht tot bedenkelijke kunstgrepen, zoals het opsieren van de balans met fictief kapitaal. Daarnaast wist hij in 1928 de kunstcollectie aan het bedrijfsbezit te onttrekken en onder te brengen in een stichting die de stukken in bruikleen gaf aan het echtpaar Krölller-Müller. Aantijgingen van een gewezen boekhouder over fraude en financieel wanbeheer bij Müller & Co. konden nog worden afgedaan als door ressentiment ingegeven laster, maar een toonaangevend financieel blad sprak schande van de bedrijfsvoering. Over 1930 kregen de aandeelhouders al geen dividend meer, en vanaf 1931 stapelden de verliezen zich zo snel op dat het overal vandaan gehaalde kapitaal binnen twee jaar verdampte, tot ontsteltenis van de beleggers die in 1928 het bedrijfsbestuur weer hun vertrouwen hadden gegeven. Krölller – ondertussen de zeventig gepasseerd – moest dan ook aftreden.

Bron: Frentrop, 2002

Ook in andere landen deden zich de vorige eeuw regelmatig schandalen en governanceproblemen voor. In Engeland was dat bijvoorbeeld het onverwachte faillissement door fraude van elektronicaconcern Ferranti Ltd. en dat van Polly Peck International, een van de top-100 ondernemingen in dat land. Italië kende zijn schandaal in de vorm van de neergang van Banco Ambrosiano waar 1.287 miljard dollar verdwenen was. In Frankrijk ging de grootste bank, Credit Lyonnais, bijna failliet in 1993 door slecht management en riskante investeringen in de Amerikaanse filmindustrie. In de Verenigde Staten kende men eveneens vele schandalen tijdens de beurskrach van de jaren twintig.

Boekhoudschandalen

Aan het begin van deze eeuw waren het vooral de boekhoudschandalen in de Verenigde Staten die de aandacht van het grote publiek trokken. Na de dot.com-implosie in de lente van 2000 begon de op twee na ergste 'bear market' sinds de Tweede Wereldoorlog. De neergaande beweging werd ingezet door een aanzwellende vloed van slecht nieuws in de vorm van tegenvallende bedrijfsresultaten, maar ook door het bekend worden van de eerste financiële schandalen. Dat begon al in juni 2001 toen het boekhoudschandaal bij Waste Management bekend werd. Later dat jaar volgden financiële schandalen bij Xerox en Qwest. De aanslag op het World Trade Centre op 11 september was eveneens een zware domper op de economie. De laatste klap voor het vertrouwen van de belegger was de val van Enron

op 2 december van dat jaar. Deze onderneming was tot op dat moment de vijfde onderneming in marktwaarde van de Fortune-100 lijst en de lieveling van het belegend publiek. Het bleek achteraf niet anders dan een lege huls te zijn, groot gemaakt door financiële manipulaties. Het merendeel van Enrons gerapporteerde inkomsten bestond uit boekhoudkundige kunstgrepen, die volgens de regels absoluut niet konden. Tegelijkertijd werd er meer dan 25 miljard dollar aan schulden buiten de boeken gehouden, zodat beleggers hiervan niet op de hoogte waren.

Daarna volgde er opnieuw een reeks van financiële schandalen waarbij allerlei ondernemingen betrokken waren. De belangrijkste zijn:

- Worldcom Inc. ging 26 juni 2002 failliet, nadat het moest bekendmaken dat het bijna 4 miljard dollar aan kosten had verborgen door ze als investeringen te boeken. Later bleek het om 11 miljard dollar aan frauduleuze boekingen te gaan.
- Adelphia Communications Corp., een van de grootste kabeltelevisie-maatschappijen ging in juni 2002 failliet. Het had miljarden aan schuld niet gemeld, een schuld die was ontstaan doordat de oprichter John Rigas en zijn twee zonen de onderneming hadden leeggeroofd voor privédoel-einden door middel van nepleningen ter waarde van 2,3 miljard dollar en 100 miljoen dollar simpelweg achterover hadden gedrukt voor eigen gebruik.
- Ook Tyco werd door de SEC in de beklagdenbank gezet in 2002, nadat er vragen waren gerezen over de boekhouding. Later bleek dat de chief executive officer (CEO) van Tyco, Dennis Kozlowski en zijn financiële man Mark Schwartz, zich 600 miljoen dollar in nepleningen hadden toegeëigend, zonder toestemming van de raad van commissarissen.

In 2002 is nog een geheel ander verlies zichtbaar geworden. Aandeelhouders bleven door de faillissementen als gevolg van de boekhoudschandalen met aandelen zitten, die helemaal niets meer waard waren. Het totale verlies in marktwaarde van de grootste boekhoudschandalen (WorldCom, Tyco, Qwest, Enron en Global Crossing) bedroeg 427 miljard dollar. Dat is iets minder dan het totale bruto binnenlands product (BBP; dit is het bedrag dat Nederlanders met hun allen in één jaar verdienen) dat in 2002 in euro's 448 miljard bedroeg.

Nederland kende zijn eigen boekhoudschandaal bij Ahold. In februari 2003 moest Ahold bekendmaken dat er met de cijfers was geknoeid. Bij dit concern ging het uiteindelijk om een bedrag van 970 miljoen euro aan 'opzettelijke boekhoudkundige onregelmatigheden'. Oud-topman Cees van der Hoeven en financieel directeur Meurs werden hiervoor zes jaar later uiteindelijk veroordeeld. *Het Financieele Dagblad* van 12 februari 2009 bericht daarover het volgende:

Ahold

'Het hof wees voormalig financieel topman Michiel Meurs aan als het brein achter het gerommel met documenten. In zogeheten control letters claimde Ahold zeggenschap bij buitenlandse dochterondernemingen terwijl het concern geen meerderheidsbelang had. In side letters ontkende Ahold weer deze zeggenschap. Meurs kreeg een straf opgelegd van zes maanden voorwaardelijk en een geldboete van 100.000 euro. Ook moet Meurs een werkstraf uitdienen van 240 uur. Van der Hoeven kreeg van het hof alleen een geldboete van 30.000 euro opgelegd.'

1.3.4 Wet- en regelgeving naar aanleiding van de schandalen

Keer op keer is de afgelopen vier eeuwen het vertrouwen in het bedrijfsleven geschaad en elke keer is er nieuwe en aangescherpte wet- en regelgeving gekomen als reactie van de politiek.

Bubble Act

In Engeland bijvoorbeeld was de Bubble Act uit 1720 een directe reactie van de wetgever op het debacle van de South Sea Company. In deze wet werd het verboden om een beursgenoteerde onderneming te zijn zonder goedkeuring vooraf van de koning.

Securities and Exchange Act Securities and Exchange Commission

De Amerikaanse beurskrach in 1929 was de directe aanleiding voor de Securities and Exchange Act uit 1934, die voorzag in buitengewone strenge regels voor transparantie en verantwoording door middel van financiële verslagen. De Securities and Exchange Commission (SEC) is bij deze wet opgericht en heeft tot taak toezicht uit te oefenen op de aandelenmarkten. Effectenuitgevende ondernemingen zijn verplicht regelmatig financiële informatie te deponeren bij de SEC, zoals de jaarlijkse 10-K registratie van het jaarverslag en de tussentijdse kwartaalrapportage in de vorm van de 10-Q. Het voornaamste doel is het voorkomen van misbruik bij de handel in effecten en het rapporteren van de jaarresultaten. De SEC heeft ook vergaande bevoegdheden in het vervolgen van bestuurders of ondernemingen die boekhoudfraude hebben gepleegd, misleidende informatie aan beleggers hebben gegeven, of die zich schuldig hebben gemaakt aan handel met voorkennis of andere wetsovertredingen. Alle informatie die beursgenoteerde ondernemingen bij de SEC moeten deponeren, is voor het publiek gratis toegankelijk met behulp van het EDGAR-systeem via internet.

SOX

De boekhoudschandalen hebben in de Verenigde Staten ook tot nieuwe en strenge wetgeving geleid in de vorm van de Sarbanes-Oxleywet (SOX) in 2002.

De SOX wetgeving zoals die uiteindelijk tot stand is gekomen, is ongekend streng. Allereerst moet het jaarverslag worden ondertekend door de CEO en chief financial officer (CFO), waarbij zij tevens moeten verklaren dat financiële verslaglegging juist en volledig is (sectie 302 van SOX). In diezelfde verklaring moeten zij hun persoonlijke verantwoordelijkheid erkennen ten aanzien van ontwerp en effectiviteit van de 'internal control over financial reporting'. Hierdoor zijn zij persoonlijk aansprakelijk geworden voor een waarheidsgetrouwe verslaggeving. Daarbij zijn de straffen voor fraudes waarbij aandeelhouders door het management worden benadeeld, sterk verhoogd. Er kunnen celstraffen worden opgelegd van tien tot twintig jaar en boetes tot 25 miljoen dollar.

De CEO en CFO moeten eveneens jaarlijks verklaren dat het interne controlesysteem voor de financiële rapportage op orde is en goed heeft gewerkt (de fameuze sectie 404 van SOX). De externe accountant moet deze melding vervolgens formeel bekrachtigen.

Om de accountant te bewegen zijn werk beter te doen bevat de wet uitgebreide eisen met betrekking tot de onafhankelijkheid van de accountant, waaronder gedwongen roulatie van de leidinggevende venoot, onafhankelijk toezicht op de door hen uitgevoerde controlewerkzaamheden en scheiding van controle- en advieswerk. Ten slotte stelt de wet zwaardere eisen aan de commissarissen ten aanzien van onafhankelijkheid en deskundigheid, vooral voor wat betreft de financiële expertise.

Buiten de Verenigde Staten zijn de ontwikkelingen op de voet gevolgd. Vooral omdat de Verenigde Staten nu eenmaal toonaangevend zijn op het gebied van de financiële markten, maar ook omdat men benieuwd was met welke maatregelen de Verenigde Staten zou komen. Over het algemeen is zeer gunstig op de

nieuwe wet gereageerd. Vooral de aandacht voor risicobeheersing en interne controle wordt als een belangrijke stap genoemd. Bestuurders van ondernemingen realiseren zich dat er door de Sarbanes-Oxleywet nieuwe standaarden en best practices zullen ontstaan voor behoorlijk ondernemingsbestuur, maar ook buitenlandse wetgevers laten zich door de nieuwe wet inspireren bij de introductie van nieuwe maatregelen.

De teugels worden ook nu weer aangetrokken onder invloed van de kredietcrisis waardoor het vertrouwen in de financiële sector tot een dieptepunt is afgenomen. In de kredietcrisis heeft de bonuscultuur bij grote banken een niet onbelangrijke rol gespeeld. Topbestuurders en succesvolle handelaren hebben in de jaren voorafgaand aan de kredietcrisis zeer grote bonussen ontvangen. Dit heeft, naarmate de kredietcrisis voortschreed, tot felle kritiek geleid. Ook zijn er vragen te stellen met betrekking tot het toezicht door de commissarissen bij banken en het falen van de risicomanagementsystemen bij banken.

1.4 Invloed van beleggers

Zoals de VOC heeft laten zien, wordt de vraag naar behoorlijk ondernemingsbestuur pas relevant wanneer ondernemingsleiding en kapitaalverschaffing niet langer in één hand liggen. Pas dan rijst de vraag – en het probleem – hoe aandeelhouders kunnen rekenen op een redelijk rendement zonder dat de bewindvoerders – later directie en management genaamd – zich op hun kosten verrijken.

Frentrop (2002) laat zien hoe groot de problemen bij de VOC waren vanaf de oprichting in 1602 tot het einde van haar bestaan bijna twee eeuwen later. Het centrale bestuur (de Heeren XVII) was oppermachtig en maakte daar voortdurend misbruik van. De aandeelhouders (Dolerende Participanten ofwel huilende aandeelhouders) hadden nauwelijks enige zeggenschap. De bestuurders van de VOC weigerden inzicht te geven in de cijfers, weigerden op het afgesproken tijdstip dividend te betalen en verrijkten zichzelf in extreme mate ten koste van de aandeelhouders. Bovendien bleek dat de aandeelhouders vrijwel geen zeggenschap hadden en niet over machtsmiddelen beschikten om de Heeren XVII tot redelijk handelen te dwingen. Onder aanvoering van koopman en aandeelhouder Isaac le Maire kwam de oppositie van aandeelhouders in 1609 tot stand en dit resulteerde in een felle strijd. In feite was dit de eerste vorm van aandeelhoudersactivisme, die tot 1620 voortduurde en gevolgd werd door belangrijke nieuwe governance-maatregelen.

Eerste activistische aandeelhouders

Gedurende het eerste octrooi (1602–1623) waren er al problemen tussen de bewindhebbers en aandeelhouders. Daarom is met het ingaan van het tweede octrooi in 1623 meer controle en zeggenschap aan de participanten verleend. Er werden drie commissies van hoofdparticipanten opgericht. Hoofdparticipanten waren die participanten die voor minstens 6.000 florijnen in de kamers van Amsterdam en Zeeland deelnamen of voor minstens 3.000 florijnen in de kleinere kamers. Het *College van Rekeningopnemers* controleerde samen met de bewindhebbers de eindboekhouding ('generale rekeningen') over een

bepaalde periode. Die werd voor het eerst gepresenteerd na afloop van het eerste octrooi in 1622. Vanaf 1647 gebeurde dit om de vier jaar. Het *College van de Keurvorsten* kwam bij elkaar wanneer er een vacature voor een bewindhebber was. Dit college bestond uit evenveel personen als de nog zittende bewindhebbers. Het college en de bewindhebbers samen stelden de voordracht van drie kandidaten samen. De derde en tevens belangrijkste commissie was die van negen *Beëdigde Hoofdparticipanten*. Zij namen aan de vergaderingen en commissie van de Heren XVII deel en konden adviseren. Amsterdam had vier leden in deze commissie, Zeeland twee en de overige kamers samen drie. De eerste twee commissies werden door alle aandeelhouders gekozen; die van de beëdigde hoofdparticipanten alleen door de overige hoofdparticipanten.

Bron: www.vocsite.nl/geschiedenis/organisatie.html

De rechten van de eerste aandeelhouders waren doorgaans beperkt tot het kiezen van een college van hoofdparticipanten die de feitelijke leiding over de vennootschap hadden. De VOC kenmerkte zich namelijk door een hoofdkantoor gespreid over zes 'regiokamers', die ieder hun eigen bewindhebbers hadden. Het college van de Heren XVII werd gekozen of benoemd vanuit de hoofdparticipanten van de afzonderlijke kamers. Hierdoor hadden de participanten weliswaar een zekere invloed op de samenstelling van het bestuur maar daar hield het dan ook mee op. Wel bestond de gedachte dat aandeelhouders in principe recht hadden op rekening en verantwoording over het gevoerde beleid, maar daar werd in de praktijk nauwelijks gevolg aan gegeven.

In het algemeen waren de rechten van aandeelhouders van oudsher nogal beperkt. Was er bij de VOC nog sprake van een regeling die de betrokkenen zelf opstelden, ook in de latere wetgeving werd aan de rol van aandeelhouders weinig tot geen aandacht geschonken.

1.4.1 Aandeelhouders in het vroege ondernemingsrecht

Code de Commerce

Hoewel in 1811 het Franse recht inclusief de Code de Commerce werd ingevoerd en daarmee een doctrine van aandeelhouderssuprematie, werd in de praktijk de traditionele onafhankelijkheid van bestuurders ten opzichte van aandeelhouders niet in belangrijke mate aangetast.

In tegenstelling tot wat wel gedacht wordt bevatte de Code de Commerce geen bepalingen over verplichte rekening en verantwoording aan aandeelhouders, laat staan over algemene publicatie van bedrijfsgegevens. Zij bevatte in dit verband slechts de voor alle kooplieden geldende plicht tot het bijhouden van dagboek of journaal en van het jaarlijks opmaken van een 'inventaris', maar bepaalde niet dat deze administratie een rol diende te spelen bij het afleggen van verantwoording in naamloze vennootschappen.

Eerste Wetboek van Koophandel

In 1835 werd de Code de Commerce vervangen door het Nederlandse Wetboek van Koophandel. Ook hierin werd de inrichting van naamloze vennootschappen grotendeels overgelaten aan de oprichters. Het nieuwe wetboek bevatte wel een bepaling over de financiële verslaggeving. Artikel 55 verplichtte de bestuurders jaarlijks aan de aandeelhouders opgave te doen van de winsten en verliezen van de vennootschap in het afgelopen jaar.

De sterke groei van de industriële sector in Nederland aan het eind van de negentiende eeuw leidde vanzelf tot de vraag of de bestaande wetgeving voor de naamloze vennootschap nog wel voldeed aan de eisen van de tijd. Een belangrijke kwestie was of het met het oog op de steeds grotere kapitalen die in vennootschappen omgingen, niet noodzakelijk was om aandeelhouders en andere vermogensverschaffers een duidelijker omschreven recht op financiële informatie te geven. Pas in 1928 werd een nieuwe regeling ingevoerd waarbij grote vennootschappen hun jaarrekening via het handelsregister dienden te publiceren.

Recht op
financiële
informatie

Voor wat betreft de betrouwbaarheid van de gepubliceerde jaarrekeningen was er eveneens sprake van duidelijke problemen. Hoewel de statuten van de meeste vennootschappen voorzagen in een controle van de jaarrekening, was deze controle doorgaans opgedragen aan commissarissen of aan gedelegeerde aandeelhouders. Door de toenemende omvang en complexiteit van ondernemingen waren deze controleurs in veel gevallen al niet meer in staat om vast te stellen of de jaarstukken op een correcte wijze uit de administratie waren afgeleid, laat staan om te bepalen of de administratie zelf de gang van zaken binnen het bedrijf correct weergaf. Hierdoor werden in principe grote mogelijkheden tot misleiding en fraude geschapen (Camfferman, 2000).

Slechte
controle

Deze mogelijkheden tot fraude kwamen opzienbarend aan het licht toen in 1879 bleek dat de miljoenenverliezen van de Afrikaansche Handelsvereniging gedurende enkele jaren aan het oog onttrokken waren geweest door ongeregelde zaken in de administratie en vervalste balansen. De zaak maakte des te meer indruk omdat de directeur die rechtstreeks verantwoordelijk was voor de fraude, Lodewijk Pincoffs, een van de meest invloedrijke Rotterdamse zakenlieden was, en omdat het de raad van commissarissen, vooral in de persoon van de bankier Marten Mees, noch aan financiële deskundigheid noch aan integriteit ontbrak. De Pincoffs-affaire was een belangrijke aanleiding tot het ontstaan van het accountantsberoep in Nederland, dat commissarissen en aandeelhouders onafhankelijke en deskundige bijstand kon bieden bij het afnemen van rekening en verantwoording.

In 1918 volgt een herziening van het Wetboek van Koophandel waarbij de naamloze vennootschap als rechtspersoon werd ingevoerd. Drie belangrijke organen worden in deze wet genoemd: bestuur, commissarissen (facultatief) en de algemene vergadering van aandeelhouders. Aan dit laatste orgaan behoort de bevoegdheid tot benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen.

Herzien
Wetboek van
Koophandel

1.4.2 Scheiding van kapitaalverschaffers en bestuur

De structuur van een naamloze vennootschap is in opzet een dualistische. Aan de ene kant staan de kapitaalverschaffers die zich verenigen in een aandeelhoudersvergadering. Aan de andere kant staat het bestuur dat de vennootschap moet leiden. Door de scheiding van aandeelhouders- en bestuursfunctie wordt de continuïteit van het bestaan van de vennootschap gediend. Ondanks wisselingen in het aandeelhoudersbestand kan het bestuur op zijn post blijven. Omdat het bestuur uiteindelijk door de algemene vergadering van aandeelhouders wordt benoemd en ontslagen, kan

Dualistische
structuur

men stellen dat het dualisme op dit punt is doorbroken ten behoeve van de aandeelhouders. Men kan echter niet volhouden dat de algemene vergadering van aandeelhouders altijd als hoogste macht in de vennootschap moet worden beschouwd. De huidige rechtspraak erkent dat de bestuurders hun eigen zelfstandige taak hebben op het gebied dat hen door wet en statuten is toegekend.

Public equity

De oorspronkelijke reden voor de uitgifte van beursgenoteerde aandelen (public equity) was de behoefte aan externe (groei)financiering en verhandelbaarheid tussen (groot)aandeelhouders. Het benodigde kapitaal voor de grote industrieën van de vorige eeuw kon niet langer worden opgebracht door een paar rijke individuen. Door de uitgifte van aandelen aan heel veel beleggers werd het mogelijk om grote sommen geld op te halen om de benodigde hoge investeringen te doen. Door het samenvoegen van geld van vele aandeelhouders zoals bij een beursgang of fusie, of door de verkoop van pakketten aandelen door de oprichters, gaat het eigen vermogen van de controlerende aandeelhouders (oprichters) over in de handen van de aandelenmarkten, en is eigendom gescheiden van leiding.

Scheiding van eigendom en leiding

Deze constructie biedt de mogelijkheid om managers met talent maar zonder kapitaal te combineren met investeerders met kapitaal maar zonder het talent en de tijd om leiding te geven aan een onderneming. Het biedt de oprichter van een onderneming (directeur-grootaandeelhouder) tevens de mogelijkheid om de onderneming te verkopen en voor anderen om deze te kopen, een wezenlijke voorwaarde voor economische groei en innovatie. Tevens kunnen investeerders hun risico spreiden door hun vermogen in meerdere ondernemingen te beleggen.

Ten slotte biedt een beursnotering ook de mogelijkheid tot financiering van beginnende ondernemingen om deze de mogelijkheid tot groei te bieden.

1.4.3 Agencyprobleem

Naast de mogelijkheden uit subparagraaf 1.4.2 ontstaat door de scheiding in kapitaalverschaffers en bestuur ook een belangrijk probleem. De achilleshiel van elke beursgenoteerde onderneming als governance model, is de zwakke relatie tussen de verspreide 'anonieme' aandeelhouders en het sterke (lees: machtige en goed geïnformeerde) management. We noemen dit ook wel het opdrachtgever-uitvoerderprobleem of het agencyprobleem. Aandeelhouders willen een redelijk rendement op hun belegging veiligstellen, maar de informatieasymmetrie is groot (de informatie is onvolledig en ontijdig, en soms zelfs onjuist) en aandeelhouders hebben – zeker individueel – weinig zeggenschap. Bovendien creëert het grote aantal aandeelhouders aanzienlijke *free-rider* problemen: de kosten die één of enkele aandeelhouders betalen om het management te disciplineren moeten zij voor 100 procent dragen, terwijl de opbrengsten toekomen aan alle aandeelhouders. De (activistische) aandeelhouder heeft daardoor een relatief laag rendement op zijn activistische inspanningen en zou beter af zijn geweest als iemand anders die activistische rol op zich had genomen.

Opdrachtgever-uitvoerderprobleem

Boot en Cools (2007) geven de volgende opsomming van de agencyproblemen in de relatie tussen aandeelhouders en management:

- a de neiging tot inefficiënt management doordat een grote hoeveelheid vrije cash flow (ten minste afschrijvingen plus ingehouden winst) periodiek ter beschikking staat waardoor er onvoldoende discipline is op uitgaven en investeringen. Dit uit zich bijvoorbeeld in *empire building* (onverantwoorde investeringen en overnames);

- b perk consumption*; het toe-eigenen van twijfelachtige secundaire arbeidsvoorwaarden en faciliteiten, zoals de aanschaf van luxe bedrijfsvliegtuigen of een door het bedrijf betaalde bruiloft in een ver oord. Het probleem van perk consumption is niet zozeer de directe uitgaven door het topmanagement zelf die daarmee gemoeid zijn, maar vooral de negatieve uitstraling en het slechte voorbeeldgedrag naar de rest van de organisatie;
- c* onderinvesteringen ten gevolge van risicoaversie van het management: waarom risico's nemen als daardoor de 'comfortabele' eigen positie in gevaar kan komen?;
- d* het omgekeerde van onderinvesteringen, het gevaar van excessieve risico's (risk shifting) wanneer de onderneming in financiële problemen geraakt. In dergelijke omstandigheden is het negatieve risico voor het management niet meer relevant (failliet is failliet, of de schulden groot of klein zijn) maar door te gokken neemt de kans op overleven, en dus op succes voor het management, aanzienlijk toe;
- e* kortetermijneriëntatie of bijziendheid doordat het management dankzij zijn informatievoorsprong met kortetermijnsignalen de aandelenmarkt probeert te beïnvloeden. Voorbeelden zijn een extreme focus op kortetermijnefficiëntie als signaal (aankondiging van een massaontslag als lokkertje voor aandeelhouders), snoeien in marketing en R&D, onvoldoende aandacht voor kwaliteit en veiligheid om kost wat kost aangekondigde targetdata te halen, pogingen om buitengewone baten te genereren bij tegenvallende winst en aandelen-inkoopprogramma's als signaal;
- f* zelfverrijking door het management en de afwezigheid van een relatie tussen variabele beloning en prestaties;
- g* overmoed van managers uitmondend in onverantwoorde overnames, ook wel genoemd de *hubris*-hypothese;
- h* narcistisch gedrag (eigenliefde) blijkend uit een overdreven positief zelfbeeld en dat voortdurend bevestigd willen zien. Dergelijke bestuurders luisteren nauwelijks naar anderen en omringen zich met ja-knikkers waardoor kostbare informatie verloren gaat en verkeerde beslissingen worden genomen.

Sommige auteurs noemen het agencyprobleem een fundamentele instabiliteit in het systeem van corporate governance, die voortdurend voor problemen zorgt. Het is om deze reden dat de verschaffers van risicodragend vermogen (aandeelhouders) gebruikmaken van corporate-governancemechanismen om te verzekeren dat zij een bepaalde opbrengst op hun investering genieten.

1.5 Stakeholder versus shareholder

De *zeggenschap* van aandeelhouders (shareholders) versus de zeggenschap van het management verschilt internationaal nogal. In tegenstelling tot dat wat velen denken is bijvoorbeeld de macht van aandeelhouders in de Verenigde Staten nogal beperkt, onder meer door het bestaan van *staggered boards* (alleen over de tijd zijn directieleden trapsgewijs een voor een te ontslaan), *plurality voting* (degenen met de meeste stemmen wint, zonder dat dit de meerderheid van de stemmen hoeft te zijn) en *poison pills* (beschermingsconstructie die het zittende bestuur in staat stelt de positie van de bezitter van een groot blok aandelen te ondermijnen door de uitgifte van nieuwe aandelen waardoor het belang van de 'vijand' verwatert). Het is

niet voor niets dat de befaamde econoom Galbraith sprak over *managerial capitalism* in plaats van *shareholder capitalism* in de Verenigde Staten. De *rechten* van aandeelhouders in Engeland en Nederland zijn aanmerkelijk sterker dan die van de Amerikaanse aandeelhouders. Dit ondanks de opvatting in Europa dat de onderneming niet een instrument is voor de aandeelhouder, maar dat zij een bredere maatschappelijke functie heeft. In dit zogenoemde *Rijnlandse model* wordt gestreefd naar een evenwichtige afweging van de belangen van het bestuur, werknemers en aandeelhouders en de maatschappelijke verantwoordelijkheid van het bedrijf. We noemen dit ook wel de *stakeholderbenadering*. Tegenover de stakeholderbenadering staat het Angelsaksische model waarin de shareholders centraal staan. Men formuleert deze *shareholdervisie* treffend als volgt: 'The directors as a board are responsible for relations with stakeholders, but they are accountable to the shareholders.' De onderneming is in deze visie een verlengstuk van de aandeelhouders, bij wie de uiteindelijke macht moet liggen.

Het is overigens niet eenvoudig een doelstelling voor de onderneming te bepalen waarin de belangen van alle stakeholders zijn meegenomen. Het vaak gehoorde argument van continuïteit van de onderneming als leitmotiv lijkt in eerste instantie aantrekkelijk maar is dat niet. Een werknemer met een goede positie op de arbeidsmarkt maakt zich niet zo veel zorgen over de continuïteit van de onderneming; voor hem is een goed salaris het belangrijkste doel en als de onderneming failliet gaat heeft hij of zij zo weer een andere baan. Voor een leverancier is dat argument van de continuïteit ook niet zo belangrijk als hij aan meerdere ondernemingen levert; voor hem is een hoge winstmarge op de door hem geleverde goederen en diensten belangrijk.

De belangen van de verschillende stakeholders zijn dus niet eenvoudig onder één noemer te brengen. Zij hebben de behartiging van hun belangen echter wel toevertrouwd aan de leiding van de vennootschap. Zo ontstaat dan ook de vraag aan welke normen de individuele stakeholders het beleid van het bestuur kunnen afmeten.

Belangen van shareholders

Voor de aandeelhouders als groep kunnen wel generieke belangen worden onderscheiden:

- een maximale winst uit de investering behalen bij een aanvaardbaar niveau van ondernemingsrisico's;
- dividend uitkeren zodra de winst dat toelaat;
- vrije handelbaarheid van het aandeel om koerswinst te realiseren (mede gestimuleerd door stijgende koersen als gevolg van winststijgingen).

De governancestructuur van een onderneming, inclusief het vastleggen van de bevoegdheden van aandeelhouders, heeft dan ook als doel een krachtenveld te creëren waarin de toekomstige gedragingen en beslissingen leiden tot maximale waardecreatie voor de aandeelhouders, rekening houdend met de belangen van de overige stakeholders.

Belangenafweging

Dat betekent echter wel dat het bestuur de taak heeft om deze belangenafweging uit te voeren. We leven echter niet in een perfecte wereld. Ook bestuurders zijn mensen en daarom zijn het niet zulke perfecte 'agents'. Zij maken zich niet alleen zorgen om de belangen van de onderneming waarover zij de leiding hebben maar denken ook aan hun eigen belangen. Zoals we gezien hebben kan dit resulteren in een aantal problemen. Deze problemen kunnen verminderd worden als men in staat is de prestaties van

het bestuur goed te monitoren en te meten. De vraag is echter hoe dat te doen als het bestuur de belangen van alle stakeholders dient te behartigen. Hoe kan men het welzijn van tevreden klanten, medewerkers met een vaste baan, bestuursleden met een mooie bonus en welvarende aandeelhouders meten?

Daar staat tegenover dat het gemakkelijk is om de prijs van een aandeel te bepalen. Als men aandeelhouderswaarde laat prevaleren, heeft het bestuur veel minder ruimte om te zeggen dat ze hun werk goed doen, als ze in feite alleen aan zichzelf denken. Anders gezegd: de maximalisatie van aandeelhouderswaarde kan wel eens de beste doelstelling zijn voor een systeem van corporate governance omdat daarmee op eenvoudige wijze kan worden vastgesteld of het bestuur zich op een goede manier van zijn taak heeft gekweten.

Het beste argument voor aandeelhouderswaarde is dus niet dat het de aandeelhouders ten goede komt. Het is eerder de notie dat aandeelhouderswaarde weliswaar een minder goede maatstaf is dan stakeholderswaarde, maar dat het uiteindelijk alle stakeholders ten goede komt, omdat het de prestaties van het bestuur goed en gemakkelijk kan meten.

Aandeelhou-
derswaarde

Samenvatting

1

- ▶ Door de eeuwen heen hebben zich verschillende ondernemingsvormen ontwikkeld. Met de komst van de VOC werd de eerste naamloze vennootschap een feit. Dit werd een succesvolle ondernemingsvorm voor grote kapitaalsintensieve ondernemingen. Door de uitgifte van aandelen aan heel veel beleggers werd het mogelijk om grote sommen geld op te halen om de benodigde hoge investeringen te doen.
- ▶ Toch ontstaat door de scheiding in kapitaalverschaffers en bestuur een belangrijk probleem. De achilleshiel van elke beursgenoteerde onderneming is de zwakke relatie tussen de verspreide 'anonieme' aandeelhouders en het sterke (machtige en goed geïnformeerde) management. Keer op keer is de afgelopen vier eeuwen het vertrouwen in het bedrijfsleven geschaad en elke keer is er nieuwe en aangescherpte wet- en regelgeving gekomen als reactie van de politiek.
- ▶ De corporate-governancestructuur van een onderneming, inclusief het vastleggen van de bevoegdheden van aandeelhouders, heeft als belangrijk doel een krachtenveld te creëren waarin de toekomstige gedragingen en beslissingen van het bestuur leiden tot maximale waardecreatie voor de aandeelhouders, rekening houdend met de belangen van de overige stakeholders.
- ▶ Het bestuur van een onderneming dient in Nederland de belangen van stakeholders op evenwichtige wijze te behartigen. Het probleem is echter dat het bereiken van deze doelstelling niet eenvoudig is te meten en te observeren. Daarom heeft het streven naar aandeelhouderswaarde zeker zijn verdienste als maatstaf voor goed ondernemingsbestuur. Het beste argument voor aandeelhouderswaarde is niet dat het de aandeelhouders ten goede komt. Het is eerder de notie dat aandeelhouderswaarde weliswaar een minder goede maatstaf is dan stakeholderswaarde, maar dat het uiteindelijk alle stakeholders ten goede komt, omdat het de prestaties van het bestuur goed en gemakkelijk kan meten.

Vragen

Kennisvragen

- 1.1 Noem drie belangrijke rechtsvormen voor een onderneming. Wat zijn de belangrijkste voor- en nadelen van elke vorm?
- 1.2 Waarom heeft de naamloze vennootschap een dergelijk grote vlucht genomen in de afgelopen vier eeuwen?
- 1.3 Geef een beschrijving van het probleem dat ontstaat tussen kapitaalverschaffers en het bestuur van een onderneming bij een naamloze vennootschap.
- 1.4 Noem een aantal manieren van niet goed uitoefenen van taken door het bestuur van een vennootschap.
- 1.5 Wat houdt het free-riderprobleem in?
- 1.6 Wat zijn de verschillen tussen het nastreven van aandeelhouderswaarde en stakeholderswaarde? Wat is uiteindelijk de beste oplossing en waarom?

Open vragen

- 1.7 Zijn bij een coöperatie de leden te vergelijken met de aandeelhouders bij een naamloze vennootschap? Wat zijn de belangrijkste verschillen?
- 1.8 Wat zijn de belangrijkste verschillen tussen een compagnie en de VOC?
- 1.9 Welke van de besproken agencyproblemen zijn het meest schadelijk voor aandeelhouders en waarom?

Discussievragen

- 1.10 Waaraan ontlenen aandeelhouders het recht om invloed op het ondernemingsbestuur uit te oefenen? Hoe kunnen de andere stakeholders dat?
 - 1.11 Wat is het mogelijke nadeel van het gebruik van aandeelhouderswaarde als maatstaf voor goed ondernemingsbestuur?
-