

1 Financieel recht als concept

Mr.drs. B.P.A. Santen

1.1 Inleiding

Het Engelstalige begrip *Financial Law* ontstaat in de jaren zeventig van de vorige eeuw. In die periode wordt de term ‘Financieel recht’ in Vlaanderen al een begrip. In de Nederlandse vakliteratuur duikt de term later op. Met de herdoop in 2005 van het *Tijdschrift voor Effectenrecht* in *Tijdschrift voor Financieel Recht* kan men spreken van acceptatie van de term in de Nederlandse juridische literatuur.

Met de begrippen *Financial Law* en Financieel recht lijkt een vakgebied te worden aangeduid dat in Nederland ook wel bekend is als *Bank- en Effectenrecht*. In deze opvatting omvat het vakgebied kennelijk regels die zich richten tot banken (een rechtssubject) en/of regels die het effect (een rechtsobject) tot onderwerp van studie hebben. De wijze waarop de vennootschap verder met het bij uitgifte van effecten verworven kapitaal omgaat en de verantwoording die zij daarover aan het belegend publiek aflegt, staan hier kennelijk buiten. De schrijvers van dit boek vinden deze opvatting te beperkt.

In dit hoofdstuk komen de volgende vragen aan de orde:

- Hoe staat Financieel recht naast andere rechtsgebieden?
- Hoe kan Financieel recht worden omschreven?
- Wat zijn de opzet en inhoud van dit boek?

In paragraaf 1.2 volgt een aanzet tot afbakening van het vakgebied. Aan de hand daarvan volgt in paragraaf 1.3 een definitie. Paragraaf 1.4 gaat over dit boek en vertelt wat meer over opzet en inhoud.

1.2 Afbakening van het vakgebied

De afbakening van Financieel recht naast andere rechtsgebieden gebeurt vanuit een economische invalshoek. Economen en accountants hebben zich sinds Adam Smith afgevraagd hoe de verhouding tussen kapitaalverschaffer en ondernemer/bestuurder gegeven de menselijke tekortkomingen het best kan worden vormgegeven. In

de financieringstheorie staan vragen naar de bepaling en beperking van risico (een bepalende factor voor de te betalen rente) en de optimale vermogensstructuur (aandelenkapitaal of leningen) centraal. Risico en vermogensstructuur hangen samen met goed bestuur en aandeelhoudersmacht. Accountants houden zich bezig met controle én rapportering en moeten daarin vragen beantwoorden als: aan wie, volgens welke regels, hoe gedetailleerd en zijn de aangeleverde gegevens wel juist? Op de keper beschouwd worden ondernemingen door de emissie van aandelen minder persoonsgebonden waardoor ze langer kunnen bestaan en kunnen uitgroeien. Die emissie van aandelen brengt nieuwe problemen mee: hoe worden overdracht en prijsvorming geregeld en hoe wordt vermeden dat de ondernemer de aandeelhouder misleidt? Dit zijn de problemen die Financieel recht tot zijn vakgebied rekent. Bij de afbakening speelt een aantal elementen een rol.

Transacties op financiële markten

Het uitgangspunt is de financiële transactie: de emissie, de aan- of verkoop van een aandeel of het uitbrengen van een financieel product. Financieel recht richt zich uitsluitend op de transacties die zich afspelen op de geld- en kapitaalmarkt. De juridische, ethische en economische implicaties van die transacties staan centraal. Onder de *geldmarkt* wordt verstaan de markt waarop financiële transacties met een korte termijn (korter dan een jaar) worden aangegaan, bijvoorbeeld deposito's, daggeldleningen en rekening-courantleningen. Op de *kapitaalmarkt* vinden de financiële transacties plaats met een duur van een jaar of langer, zoals obligatieleningen, aandelenemissies, securitisatie en financiering van fusies en overnames. Door de complexiteit van veel financiële producten en technieken (opties, derivaten, hedging) is het onderscheid tussen de geld- en de kapitaalmarkt niet altijd meer goed te maken.

De financiële transacties spelen zich niet af in een vacuüm. Er zijn drie omgevingsvariabelen te onderscheiden:

- de normen die gelden voor de deelnemers en voor de transacties;
- het toezicht op de handhaving van die normen;
- de verantwoording door de kapitaalvrager aan de markt.

Normen

De bronnen van Financieel recht staan verspreid in de wet- en regelgeving. De definitie van een aandeel staat in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (BW), net als bijvoorbeeld bepalingen over de jaarrekening en het jaarverslag en bepalingen over fusies. Bepalingen over de openbare uitgifte van aandelen staan in het effectenrecht. Daarin wordt bijvoorbeeld ook de handel met voorwetenschap in aandelen op de openbare markt (de beurs) gereguleerd. De technische handelsbepalingen worden onder goedkeuring van de minister uitgevaardigd door Euronext. Regels waaraan directie en commissarissen zich moeten houden zijn, behalve in Boek 2 en

in het effectenrecht, ook te vinden in de Nederlandse corporate governancecode van 2003, verder te noemen de Code-Tabaksblad. Deze code is zelfregulerend van oorsprong, maar het onderliggende ‘pas toe of leg uit’ beginsel heeft eind 2004 het karakter van een wettelijke verplichting gekregen. Andere codes, zoals verschillende OECD-richtlijnen of de *Sustainability Reporting Guidelines* van het Global Reporting Initiative (GRI), zijn vrijblijvender van aard maar leveren evenzeer normen die het gedrag van participanten op de financiële markten bepalen. Ten slotte, maar niet onbelangrijk, worden vanuit het vakgebied *Financial ethics* en de ondernemingstheorie gedachten aangereikt op basis waarvan bijvoorbeeld voorwetenschap of belangentegenstellingen kunnen worden geanalyseerd en benaderd.

Toezicht

Een tweede omgevingsvariabele is het toezicht. Waar veel geld omgaat, is de kans op misbruik groot. Van regulering valt alleen iets te verwachten als de normen door de betrokkenen worden gedragen en er scherp toezicht bestaat op de naleving ervan. Oorspronkelijk vertrouwde men op zelfregulering door de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) en een marginale rol van het Openbaar Ministerie, dat ontbinding van rechtspersonen kan vorderen. Door tal van ontwikkelingen – te noemen vallen de boekhoudschandalen rond de eeuwwisseling en het Lamfalussy-rapport van de EU – is het toezicht versterkt. De naamsverandering van STE in Autoriteit Financiële Markten (AFM) gaf aan dat van een zelfreguleringmodel werd overgestapt op een door de overheid gestuurd toezichtmodel. De minister benoemt de bestuurders en de leden van de Raad van Toezicht van de AFM. Niet langer pseudowetgeving maar de wet- en regelgeving draagt de AFM belangrijke toezichttaken op. Het functioneren van dat toezicht is voor het vertrouwen in de kapitaalmarkt van groot belang. Vandaar dat de studie van de financiële transacties op de markten niet zonder de studie naar de regeling en het functioneren van het toezicht kan.

Verantwoording

De derde omgevingsvariabele is de verantwoording aan de kapitaalverschaffer. Een verstandige belegger wil weten wat er met zijn belegging gebeurt. Aan dit principe heeft de wetgever in de loop van de tijd invulling gegeven. De algemene vergadering van aandeelhouders (AvA) is al heel lang wettelijk verankerd. De verplichte informatie vooraf bij uitgifte van aandelen (het prospectus) is van veel recenter datum. Pas onlangs zijn nieuwe bepalingen in de wet gekomen. Inzicht in de beloning van bestuurders, inspraak van aandeelhouders bij de samenstelling van de agenda voor de AvA of bij belangrijke investeringsbeslissingen, zijn nieuwe elementen die voortkomen uit de behoefte van de steeds mondiger aandeelhouder om te weten wat er met zijn belegging gebeurt. Wordt de aandeelhouder op de juiste wijze in zijn informatiebehoefte voorzien, dan komt dat het vertrouwen van die aandeelhouder en daarmee de werking van de kapitaalmarkt ten goede. Of anders-

om: zonder adequate verantwoording is de kapitaalmarkt voor aandeelhouders niet aantrekkelijk.

Uit het voorgaande blijkt dat Financieel recht diverse raakvlakken kent met de bekende rechtsgebieden, zoals ondernemingsrecht, verbintenissenrecht, bank- en effectenrecht en bestuursrecht. Zoals Hijink (2006) aantoont dat er geen principiële en onderscheidend afbakeningscriterium is tussen vennootschapsrecht en effectenrecht, zo valt dat evenmin te geven voor Financieel recht. De meerwaarde van Financieel recht ligt in het multidisciplinaire karakter en de andere invalshoek.

1.3 Financieel recht: een omschrijving

Met de hierboven geformuleerde bouwstenen wordt de definitie van Financieel recht:

Financieel recht bestudeert de transacties, de verantwoording en het toezicht op financiële markten vanuit juridisch en economisch perspectief.

De definitie bestaat uit de volgende elementen:

- *transacties*: het gaat om overeenkomsten die worden gesloten en uitgevoerd *op de financiële markten*: dit is een belangrijke beperking, omdat alleen wordt gekeken naar die transacties waar een (financiële) markt voor is of waar een markt voor wordt gecreëerd;
- *verantwoording* brengt de eis naar voren dat de onderneming (= kapitaalvrager) zich jegens de belegger (= aandeelhouder) op een eerlijke, volledige en transparante wijze dient te verantwoorden over het uitgevoerde beleid. Ook aan andere *stakeholders*, zoals werknemers, banken, de overheid, milieugroepen en de omgeving, behoort in een of andere vorm verantwoording te worden afgelegd;
- *toezicht* vormt het sluitstuk van een goede organisatie van financiële transacties en markten. Dat toezicht heeft betrekking op de transacties en op de vraag of aan de randvoorwaarden (bijvoorbeeld informatie en bedenktijd) is voldaan. Het toezicht op de transacties impliceert toezicht op de actoren en op de (organisatie van de) markt als geheel. Eerlijke transacties kunnen alleen plaatsvinden tussen eerlijke actoren, die handelen in een zo eerlijk mogelijke omgeving;
- *juridisch en economisch perspectief*: het gaat om een multidisciplinaire benadering, waarin de werking van de financiële markten, de verantwoording, het toezicht, de effectiviteit en de wenselijkheid van regelgeving in een breed perspectief worden bestudeerd.

Al deze elementen komen in dit boek aan de orde. Op de wijze waarop dit gebeurt gaat de volgende paragraaf in.

1.4 Financieel recht: opzet van dit boek

Dit boek is opgebouwd als een bespreking van de verschillende elementen van de definitie van Financieel recht.

In *hoofdstuk 2* komt de vraag aan de orde waarom er transacties tussen kapitaalverschaffers en kapitaal aanbieders plaatsvinden. De econoom blijkt de onderneming onder zekere voorwaarden als de meest efficiënte vorm van samenwerking tussen participanten te zien. Daarbij wordt het beeld gebruikt van de onderneming als knooppunt van contracten. De regeling van die relaties in de wet ziet de econoom als een middel om de transactiekosten te verlagen. Het gebruik van voorgedrukte modellen bespaart immers kosten. *Hoofdstuk 3* behandelt de vraag door welke drijfveer het individu zich bij deze transacties en in zijn gedrag in de onderneming laat leiden. Tegenover de *homo economicus* (de rationeel handelende mens), waarop de economische theorie is gebouwd, wordt een drietal ethische theorieën gesteld. Daaruit vloeit een bespreking van ondernemingsmodellen voort. De concrete juridische normen waaraan de directie en de commissarissen zich moeten houden staan in de wet, in de Code-Tabaksblad of blijken uit jurisprudentie. De handboeken over het ondernemingsrecht¹ gaan daarop uitgebreid in. Daarom worden deze in dit boek niet verder behandeld.

In *hoofdstuk 4* wordt een van de vormen van verantwoording door de onderneming (= de kapitaalvrager) besproken: de corporate governance. Hoe moeten de belangen in een onderneming worden georganiseerd? Hoe houden directie en aandeelhouders elkaar in evenwicht? Uitgelegd wordt dat een goede, transparante ondernemingsstructuur de basis vormt voor goede verantwoording aan de stakeholders. In *hoofdstuk 5* komt de financiële verantwoording aan de orde. Iedere onderneming is verplicht financiële verantwoording af te leggen. De ondernemer heeft een administratieplicht en doet belastingaangifte. Als er sprake is van een rechtspersoon, moet er meestal (meer of minder uitgebreid) in het handelsregister worden gepubliceerd. Als de onderneming naar de beurs wil, moeten in het uit te geven prospectus gedetailleerde financiële en andere gegevens worden verstrekt. Vervolgens moet de onderneming halfjaarlijkse berichten publiceren en jaarlijks de jaarstukken, het jaarverslag en de door de wet geëiste overige informatie (samen: de financiële verslaggeving). Die publicatie dient vergezeld te worden door een accountantsverklaring na controle van deze financiële informatie. De financiële verslaggeving is van belang voor de aandeelhouder om het bestuur te kunnen controleren. Maar zij vormt ook de basis voor vergelijking van ondernemingen op de markt.

In *hoofdstuk 6* komt de organisatie van die markt aan de orde en het toezicht daarop. Ook worden daarin enkele financiële instrumenten besproken. Blijft een onderneming achter ten opzichte van haar concurrenten of denkt een andere onderneming dat er meer rendement uit de onderneming te halen valt, dan kan een fusie of overname het gevolg zijn. De verschillende mogelijkheden en technieken voor fusies, overnames en herstructureringen worden in *hoofdstuk 7* besproken.

¹ Bijvoorbeeld Asser Maeijer (2000), Slagter (2005), Van Schilfgaarde en Winter (2006) en Davies (2002).

In *hoofdstuk 8* ten slotte wordt vanuit de criminologische invalshoek gekeken naar het gedrag van actoren en het toezicht op transacties door de accountant en de overheid.

1.5 Concluderende opmerkingen

In dit hoofdstuk is het vakgebied Financieel recht omschreven en een plaats toegekend tussen andere rechtsgebieden. Het multidisciplinaire karakter en de nieuwe invalshoek, waarin de transactie op financiële markten centraal staat, brengen een integrerende benadering van onderwerpen uit het ondernemingsrecht, het bank- en effectenrecht, het verbintenissenrecht en het bestuursrecht mee. Maatschappelijk relevante problemen als vertrouwen, inzicht en toezicht kunnen daardoor met een andere dimensie worden benaderd.

Geraadpleegde literatuur

- Asser-Maeijer III, *Vertegenwoordiging en rechtspersoon, de Naamloze en Besloten vennootschap*, Tjeenk Willink, Deventer, 2000.
- Davies, P., *Introduction to Company Law*, Oxford University Press, Oxford, 2002.
- Hijink, J.B.S., *Vennootschapsrecht en effectenrecht: een aanzet tot een afbakening*, Boom Juridische Uitgevers, Den Haag, 2006.
- Schilfgaarde, P. van en J. Winter, *Van de BV en de NV*, 14e druk, Kluwer, Deventer, 2006.
- Slagter, W.J., *Compendium van het ondernemingsrecht*, Kluwer, Deventer, 2005.

2 De economische theorie

Mr.drs. B.P.A. Santen

2.1 Inleiding

Bij transacties van financiële aard, het onderwerp van Financieel recht, is vaak een onderneming betrokken. Ondernemingen geven immers de effecten uit die het voorwerp van veel financiële transacties vormen. Anderzijds zijn ondernemingen regelmatig de enige partij die kapitaalkrachtig genoeg is om aan grote transacties van financiële aard deel te nemen. Daar blijft het niet bij. Ondernemingen geven opties aan hun bestuur, kopen aandelen in, leggen in hun jaarverslag verantwoording af over hun beleid en moeten zich de bemoeienis van een accountant en soms de rechter of de AFM laten welgevalen. Al deze gedragingen vormen evenzeer het onderzoeksonderwerp van Financieel recht.

Het is daarom belangrijk eerst goed naar het verschijnsel onderneming te kijken. Juristen beschouwen de onderneming veelal als een gegeven. Economen daarentegen hebben zich door de jaren heen afgevraagd wat het bestaansrecht van een onderneming is. In dit hoofdstuk wordt een overzicht gegeven van de ontwikkeling van de economische theorie. Daarbij komen de volgende belangrijke vragen aan de orde:

- Waarom zijn er ondernemingen?
- Hoe zijn de beursschandalen vanuit de theorie te verklaren?
- Welke remedies zijn denkbaar?
- Hoe kan de economische theorie in het recht worden toegepast?

In paragraaf 2.2 passeert een reeks theorieën over het ontstaan van de onderneming de revue. De oudste is van 1776 en de meest recente van 1976. Die meest recente theorie, de agencytheorie van Jensen en Meckling, wordt in paragraaf 2.3 nader uitgewerkt. Paragraaf 2.4 gaat in op de ongelijkwaardige relatie tussen *principaal* (kapitaalverschaffer) en *agent* (bestuurder). De principaal is in theorie de sterke partij; hij verschaft immers het kapitaal. De agent heeft echter een grote informatievoorsprong. In paragraaf 2.5 worden de mogelijkheden besproken om te voorkomen dat de agent misbruik maakt van zijn informatievoorsprong. Paragraaf 2.6 vertelt hoe deze mogelijkheden in het ondernemingsrecht een juridische vorm hebben gekregen. Paragraaf 2.7 ten slotte legt de relatie met het Financieel recht.

2.2 Ondernemingstheorie: van Smith tot Jensen en Meckling

In zijn boek *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776) schreef Adam Smith al:

‘The directors of such (joint-stock) companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.’

Voor de eigenaar/kapitaalverschaffer is de zorg over de betrouwbaarheid van de door hem aangestelde bestuurder al sinds eeuwen een probleem. De moderne economische theorie begint met een boek van Berle en Means (1932), dat signaleert dat de kapitaalverschaffer door het verspreid aandelenbezit in feite geen tegenmacht meer vormt tegen het bestuur (dit fenomeen wordt met *separation of ownership and control* aangeduid). De krach uit 1929 en dit boek brachten de Amerikaanse wetgever ertoe een aantal strenge nieuwe maatregelen te nemen, waaronder het instellen van de Security and Exchange Commission (SEC) in 1934.

Coase

De latere Nobelprijswinnaar R.H. Coase schreef in 1935 het artikel *The nature of the firm*, waarin hij zich afvroeg waarom er ondernemingen zijn, nu volgens Adam Smith marktwerking perfecte prijzen doet ontstaan. De markt zou dus de goedkoopste weg zijn om transacties tot stand te laten komen. Steeds zou een aparte transactie worden afgesloten voor een uit te voeren prestatie. Coase laat zien dat de organisatievorm van een onderneming heel geschikt is om *informatiekosten* (de kosten gemoeid met het zoeken naar partijen en prijzen) en *transactiekosten* (de kosten gemoeid met het komen tot overeenstemming en het opstellen van contracten) te vermijden. Bovendien komen langlopende contracten tegemoet aan de menselijke neiging *onzekerheid* te willen vermijden. Zowel de onderneming als de werknemer hebben belang bij zekerheid.

Williamson

In de traditie van Coase is later door Williamson (1981) de transactiekostentheorie (*transaction cost economics*) ontwikkeld. Hij onderscheidt drie transactiekennmerken die van speciaal belang zijn om de economie van de organisatie te begrijpen:

- de frequentie waarmee de transactie terugkomt,
- de onzekerheid waaraan de transactie is onderworpen, en
- de mate waarin duurzame transactiespecifieke investeringen nodig zijn.

Naarmate de frequentie en de onzekerheid toenemen en grotere specifieke investeringen nodig zijn, is het ontstaan van een onderneming meer waarschijnlijk. Zijn

stelling is dat de moderne onderneming in hoofdzaak kan worden begrepen als het product van een aantal organisatorische vernieuwingen die tot doel en effect hebben gehad transactiekosten te besparen. Een van de prikkelende stellingen van Williamson is dat de morele rechtvaardiging van het bestaan van een onderneming de maatschappelijke besparing op transactiekosten is.

Alchian en Demsetz

Alchian en Demsetz (1972) lieten, voortbouwend op Coase, zien dat een belangrijke drijfveer tot het vormen van ondernemingen het synergie-effect van teamwork is: twee kunnen vaak meer dan één. Als er geen synergie is, heeft het vormen van een onderneming geen zin. Maar voor de chauffeur die uitsluitend samen met zijn rijder kan in- en uitladen is de samenwerking van essentieel belang voor het leveren van zijn prestatie. Alchian en Demsetz vragen zich af waarom er dan niet meer arbeiderscoöperaties worden gevormd. Hun antwoord luidt dat bij gezamenlijke prestaties de individuele prestatie niet goed te meten valt, waardoor niet goed recht kan worden gedaan aan de individuele prestatie. Omdat de werknemer voor zijn beloning afhankelijk is van de prestatie van zijn collega's, zal hij suboptimaal gaan presteren. Eén reden kan zijn dat hij anderen minder hard ziet werken en hij zich afvraagt waarom hij dan wél hard zou blijven werken. Een andere reden kan zijn dat hij denkt dat het voor de collectieve prestatie niet veel uitmaakt als hij af en toe een stapje minder doet. Aannemende dat de menselijke aard nu eenmaal dit suboptimale gedrag (door de schrijvers '*shirking*' genoemd) met zich brengt, is de enige remedie te gaan controleren; zij noemen dat '*monitoring*'. De productiviteit van de groep blijft alleen op peil als er een monitor is. Maar op zijn beurt kan ook de monitor dat suboptimale gedrag gaan vertonen. De te beantwoorden vraag blijft dan: *who monitors the monitor?* Hun antwoord is: degene die recht heeft op de winst (die zij de *residual claimant* noemen), de aandeelhouder. Uiteindelijk heeft alleen de aandeelhouder belang bij een zo efficiënt mogelijk werkende onderneming. Hij heeft immers als enige recht op hetgeen er aan het eind van de rit (een jaar of de life cycle van de onderneming) overblijft.

2.3 Het wetenschappelijke fundament van corporate governance: de agencytheorie

Jensen en Meckling (1976) formuleerden op basis van het voorgaande de theorie van de onderneming in termen van de *agencytheorie*. Jensen en Meckling zien de onderneming als een abstract concept, een knooppunt van contracten (*nexus of contracts*). De onderneming zien zij als een juridische fictie, die dient als de focus voor een complex proces, waarin de conflicterende individuele doeleinden tot een evenwicht worden gebracht in een raamwerk van contractuele relaties.

De kapitaalverschaffer is de *principaal*, die opdracht geeft aan de *agent*, de bestuurder, om de onderneming te leiden. Er is per definitie sprake van een belangen tegenstelling tussen de bestuurder en de aandeelhouder, omdat beiden een

andere nutsfunctie nastreven: zij stellen andere prioriteiten. Beiden willen vanuit hun eigen positie hun opbrengsten uit de onderneming maximaliseren. Naarmate de bestuurder minder aandelen bezit, valt zijn keuze tussen meer salaris en emolumenten (en minder winst voor de aandeelhouder) of meer winst in het voordeel van salaris en emolumenten uit. Immers: voor een bestuurder die 100 procent van de aandelen bezit, maakt het afgezien van fiscale aspecten niet uit of hij een besteding van 100 doet in een duurdere zakenauto of dat de winst 100 hoger is. De voordelen komen hem in beide gevallen geheel toe. Maar als de bestuurder bijvoorbeeld 5 procent van de aandelen bezit en hij kan kiezen tussen 100 extra investering in een zakenauto of 5 dividend, ligt zijn keuze voor de zakenauto voor de hand. De belangen van aandeelhouder en bestuurder zullen dus regelmatig uiteenlopen.

Naast deze welhaast natuurlijke belangentegenstelling, speelt nog een tweetal gedragsfactoren een rol die de verhouding tussen agent en principaal kunnen verstoren. Daarop wordt in de volgende paragraaf ingegaan.

2.4 Informatieasymmetrie en opportunisme

De agent handelt de dagelijkse gang van zaken af. Hij kent de organisatie ten voeten uit, terwijl de principaal nauwelijks inzicht heeft in wat er gebeurt. Voor een goede beoordeling van het functioneren van de organisatie en van de agent is hij afhankelijk van wat de agent loslaat. In de theorie wordt dit verschil in kennis aangeduid met het begrip informatieasymmetrie. Naast de mogelijkheid dat onbewust informatie wordt achtergehouden, dat de wet verbiedt bepaalde informatie aan de principaal te verstrekken (risico op voorkennis) of dat de agent bepaalde informatie (achteraf ten onrechte) niet van belang oordeelt, geeft de theorie twee gevolgen van informatieasymmetrie:

- *Adverse selection* (scheve of ongunstige selectie): op het moment van afsluiten van een contract heeft de ene partij de beschikking over informatie die de andere partij niet kent. Dit wordt ook wel aangeduid met *ex-ante* informatieasymmetrie: partijen gaan met verschillende kennis een contract aan. Bijvoorbeeld: het afsluiten van een levensverzekering is vooral aantrekkelijk voor mensen met een verhoogd gezondheidsrisico. Wordt dit aspect door de verzekeraar in oogenschouw genomen, dan stijgt daardoor de premie en wordt het afsluiten van de verzekering nog weer minder aantrekkelijk voor gezonde mensen. Een ander voorbeeld: in de relatief lage waarde van een tweedehands auto is het risico verdisconteerd dat het een hele slechte auto (een ‘maandagauto’ of op zijn Amerikaans een ‘lemon’) is. Ook voor degene die een hele goede tweedehands auto aanbiedt, geldt het prijsdrukkend effect van dit *lemon*-risico. Zo iemand zal zijn auto via andere kanalen trachten te verkopen, met als gevolg dat de open tweedehandsmarkt voor een relatief nog groter deel uit *lemons* zal bestaan. Dit is het *lemon*-theorem van Akerlof (1970).
- *Moral hazard* (moreel risico): informatieasymmetrie als gevolg van gedrag na het afsluiten van de overeenkomst (*ex-post*). De bestuurder geeft onvolledig aan hoe het er met de onderneming voorstaat. *Earnings management* (opzettelijke

beïnvloeding van balans en resultatenrekening) is daar een voorbeeld van. Als een agent een bonus kan verdienen die afhankelijk is gemaakt van financiële maatstaven, zou de agent door het resultaat of de balans enigszins te sturen zijn bonus kunnen veiligstellen. Het niet bekendmaken van side-letters over de zeggenschap bij dochterondernemingen (Ahold) is een ander voorbeeld.

Even belangrijk is volgens Williamson (1993) het inzicht dat *opportunisme* bij het gedrag van de bestuurder de leidende factor is. Hij typeert de agent als '*self-interest seeking with guile*'. Naar zijn mening omvat opportunisme niet alleen gedrag dat hiervoor als suboptimaal (*shirking*) of als *adverse selection* en *moral hazard* is beschreven. Door introductie van het begrip opportunisme wordt allerlei ongewenst gedrag bij de theorie betrokken, zo stelt hij. Zo erkent bijvoorbeeld de theorie de mogelijkheid dat de agent liegt, bedriegt of steelt; dat hij zijn arbeidsovereenkomst niet naar de geest, maar naar de letter nakomt; of dat hij strategisch gedrag in zijn voordeel gaat vertonen. Hij laat daarmee de traditionele veronderstelling vallen dat eigenbelang wordt geremd door gehoorzaamheid en trouw aan gemaakte afspraken.

In samenhang met het voorgaande breekt Williamson een lans voor erkenning van het begrip *bounded rationality* in de theorie. Traditioneel werd in de economie als mensbeeld de homo economicus gebruikt. De homo economicus is in staat uit alle beschikbare alternatieven het alternatief te kiezen dat voor hem het meeste voordeel oplevert. Daartegen is ingebracht, dat het onmogelijk is *alle* alternatieven te kennen. Erkenning van die stelling bracht het concept van *bounded rationality* met zich: de rationeel handelende mens kiest het meest voordelige alternatief uit de beperkte hoeveelheid mogelijkheden die hij kan overzien. Voor de praktijk is een belangrijke implicatie hiervan, dat een contract per definitie nooit volledig kan zijn. In de *transaction cost economics* is het mensbeeld dus beperkter dan in de economische theorie gebruikelijk is: er is sprake van *bounded rationality* én van opportunistisch gedrag.

2.5 Remedies

De aandeelhouder heeft dus een probleem: hij kan de bestuurder niet ten volle vertrouwen. Hoe moet hij hiermee omgaan? Zijn er oplossingen te bedenken?

Gelukkig hebben de eerdergenoemde schrijvers geprobeerd een oplossing voor het door hen gesignaleerde ongewenste gedrag te vinden. Zij beschrijven de volgende oplossingsrichtingen:

- een goed contract en goed toezicht (*structuring*, *monitoring* en *bonding*);
- binding aan de onderneming (*commitment*);
- het geven van opening van zaken (*disclosure*);
- gelijkschakeling van de belangen van agent en principaal (*alignment*);
- functiescheiding.

Op deze intern te treffen maatregelen wordt achtereenvolgens ingegaan. Andere stappen door aandeelhouders tegen het management, zoals het bijeenroepen van

een AvA, het aandragen van agendapunten of het verkopen van aandelen aan een vijandige bidder (de zogenaamde *market for corporate control*) worden hier niet behandeld.

Een goed contract en goed toezicht (structuring, monitoring en bonding)

Jensen en Meckling (1976) gaan er, zoals gebruikelijk in de economische theorie, van uit dat zowel de agent als de principaal zijn nut wil maximaliseren. Omdat elk van hen een andere nutsfunctie kent, zal de agent niet altijd handelen in het belang van de principaal. De principaal zal moeite moeten doen om te zorgen dat de belangen niet te ver uiteen gaan lopen. Dat brengt kosten met zich mee, die Jensen en Meckling *agencykosten* noemen. Zij onderscheiden:

- 1 *Monitoring- (en structuring)kosten*, te maken door de principaal: de principaal moet kosten maken om de agent te controleren. Het begint met het structureren van de arbeidsrelatie (het vinden van een geschikte kandidaat, het maken van goede afspraken en het vastleggen daarvan in een goede overeenkomst). Vervolgens moet de agent worden gecontroleerd. Vanouds gebeurt dat door een toezichthoudend orgaan, een Raad van Commissarissen. Ook het toezicht door een extern accountant is al heel lang van overheidswege voorgeschreven. Als het om grote ondernemingen gaat, is er ook een interne accountantsdienst.
- 2 *Bondingkosten*, te maken door de agent. De agent laat zich contractueel in sommige keuzes beperken (hij vermijdt bijvoorbeeld conflicterende belangen), staat controle toe, ziet af van salarisverhoging of laat zijn salaris gedeeltelijk afhangen van het resultaat, treedt vaak ook in zijn vrije tijd op als boegbeeld van de onderneming – alles in het belang van een goede samenwerking met de principaal.
- 3 *Residual loss*, het gevolg van suboptimale keuzes door het bestuur afgezet tegen het belang van de principaal. Daardoor zal het resultaat minder zijn dan als uitsluitend de voorkeuren van de principaal zouden zijn gevolgd.
- 4 In 1994 laat Jensen de veronderstelling van de *homo economicus* gedeeltelijk vallen en beschouwt hij ook de kosten voortvloeiend uit niet-rationeel gedrag als een onderdeel van de *agencykosten* (Jensen, 1994).

Het belang van monitoring is algemeen erkend. Het is al te vinden bij Alchian en Demsetz. Ook Williamson (1993) wijst erop.

Binding aan de onderneming (commitment)

Williamson (1993) beschrijft twee remedies tegen de kwalijke gevolgen die het concept van *bounded rationality* en opportunisme voor de verhouding tussen agent en principaal met zich brengen. De eerste: contracteer niet op een naïeve manier. Vervang gebruiksvriendelijke termen door een objectieve beschrijving van wat er van de agent wordt verwacht. In wezen bouwt deze gedachte voort op de hiervoor genoemde *structuringkosten*. De tweede: probeer opportunisme door kosteneffectieve waarborgen te matigen. De wijze prins, zo zegt Williamson, is hij, die tracht

geloofwaardig *commitment* te geven en te ontvangen. Daarvoor is nodig dat het risico van opportunisme met open oog wordt erkend, in plaats van genegeerd.

Het geven van opening van zaken (disclosure)

De beste manier om problemen tussen agent en principaal te vermijden is volledige transparantie (Williamson, 1993). Zowel in het vennootschapsrecht als in het effectenrecht is verkleining van de informatieasymmetrie tussen agent en principaal een van de doelstellingen. Daarbij gaat het in het vennootschapsrecht om de verhouding tussen de vennootschap en de aandeelhouder, terwijl in het effectenrecht de adequate functionering van de effectenmarkten en de positie van de beleggers op die markten centraal staan. In beide rechtsgebieden wordt aan *disclosure* (informatieverschaffing naar buiten) veel aandacht besteed. De International Financial Reporting Standards (IFRS; sinds 1 januari 2005 verplicht voor beursgenoteerde ondernemingen), Titel 9 van Boek 2 BW en de richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) geven vergaand gedetailleerd aan hoe de onderneming haar jaarrekening moet inrichten en moet publiceren. Het effectenrecht bevat voorschriften over openbaarmaking van de financiële verslaggeving en tussentijdse berichten en bevat bepalingen over het omgaan met voorwetenschap. Ook in de *Rule Books* van Euronext staan nog enkele bepalingen omtrent openbaarmaking opgenomen. De Wet toezicht financiële verslaggeving bevat specifieke publicatie-eisen en controlebevoegdheid door de AFM voor beursgenoteerde vennootschappen. Door al deze bepalingen wordt informatieasymmetrie zoveel mogelijk bestreden.

Gelijkschakeling van belangen van agent en principaal (alignment)

Als bestuurders aandelen in de onderneming hebben, ligt het voor de hand te veronderstellen dat hun belangen dan meer met die van de aandeelhouders samenlopen en dat de agencykosten zullen verminderen. Empirisch onderzoek, bijvoorbeeld dat verricht door Morck, Shleifer and Vishny (1988) onder 371 Fortune 500 ondernemingen, laat een niet-lineaire relatie tussen de prestatie van de onderneming en aandelenbezit van het bestuur zien. De belangen vallen samen tot een aandelenbezit van 5 procent en boven een aandelenbezit van 25 procent. Onder de 5 procent en boven de 25 procent blijkt aandelenbezit en een goed presteren van de onderneming samen te gaan. Dit staat in de literatuur bekend als de *alignment-hypothese*. Daarentegen laat de bestuurder zich leiden door zijn eigenbelang (want is er een negatief verband tussen aandelenbezit en prestatie) bij een aandelenbezit tussen de 5 procent en 25 procent. Short en Keasey (1999) vinden dezelfde resultaten in het Verenigd Koninkrijk, maar met een enigszins andere marge (12 en 41 procent), wellicht het gevolg van een verschil in toezichtmechanisme met de Verenigde Staten. Dit verband wordt in de literatuur aangeduid als de *entrenchment-hypothese*: tussen die 5 procent en 25 procent (dan wel 12 procent en 41 procent) laat de agent zich aan de aandeelhouder weinig gelegen liggen en is zijn doelstelling het bestendigen van zijn gevestigde positie (zo nodig ten koste van het rendement).

Functioniescheiding

Fama en Jensen (1983) hebben in hun artikel ‘Separation of Ownership and Control’ uitgaande van de agencytheorie een theorie voor besluitvorming in de onderneming ontwikkeld. Zij onderscheiden vier fasen in het besluitvormingsproces:

- *initiatie*: het ontwikkelen van ideeën;
- *ratificatie*: beslissing van de uit te voeren ideeën;
- *uitvoering*: uitvoering van geratificeerde beslissingen;
- *monitoring en evaluatie*: meten van prestaties en daaraan afmeten van beloning.

Essentieel in hun theorie is het inzicht dat de initiërende en uitvoerende fasen worden geleid door het bestuur, terwijl de ratificerende en evaluerende fasen de verantwoordelijkheid van het toezichthoudende orgaan zijn. In het algemeen geldt dat voor een goede *governance* initiatie en uitvoering nooit door hetzelfde orgaan mogen worden gedaan dat ook verantwoordelijk is voor de ratificatie en monitoring/evaluatie. Een op het oog logisch en tegenwoordig breed gedragen inzicht, maar bijvoorbeeld in de Verenigde Staten nog niet consequent uitgevoerd. Anders dan in het Rijnlandse model² (Nederland en Duitsland) waar een zogenaamd *two-tiers* systeem vigeert (bestuur en toezicht in twee verschillende organen) geldt in het Angelsaksische systeem een *one-tier* structuur (het bestuur maakt onderdeel uit van de board of directors). De CEO (de Chief Executive Officer, een bestuursfunctie) is daar tevens vaak voorzitter (*chairman*) van de *Supervisory Board*. Als *Chairman* controleert de CEO zichzelf. Een kritische *Non Executive Director* (NED) kan van de *Chairman*/CEO direct en persoonlijk tegenwind verwachten, die verder gaat dan alleen zijn functioneren bij de onderneming en zijn reputatie en kansen elders ten onrechte kan beschadigen. Een onafhankelijke relatie tussen de NED's en de onderneming is evenmin gemeengoed. Ook in Europa zitten vaak leden van het voormalig bestuur in toezichthoudende organen. En in 2004 wilde de CEO van Nestlé nog CEO blijven én president-commissaris (*Chairman*) worden. Met de dwingende logica van de theorie van Fama en Jensen in de hand, behoren dergelijke ontwikkelingen kritisch te worden bezien. De Code-Tabaksblat heeft aan dit soort dubbelfuncties en afhankelijkheden paal en perk gesteld door het eisen van onafhankelijkheid van de commissarissen ten opzichte van het bestuur (op hooguit één commissaris na).

2.6 De juridische vormgeving van de agencytheorie

Davies (2002) onderscheidt in zijn boek *Introduction to Company Law* een vijftal kenmerken waaraan iedere besloten of naamloze vennootschap in zekere mate zal voldoen:

- 2 Het Rijnlandse model is de manier van inrichten van bestuur en toezicht van de onderneming, waarbij bestuur en toezicht in aparte organen plaatsvinden. Dit wordt wel eens verward met het Poldermodel. Met het Poldermodel wordt bedoeld: het in Nederland veel toegepaste, op consensus gerichte overleg tussen betrokkenen om een (vaak nationaal) probleem op te lossen. Dat heeft met scheiding van bestuur en toezicht niets te maken.