

**DEEL I: OVERZICHT EN ANALYSE VAN DE RELEVANTE (INTER-)NATIONALE WET- EN
REGELGEVING VOOR HET FINANCIËLE STELSEL**

(Hoofdstuk 7 'Samenvatting en duiding hoofdpunten', oorspr. tekst)

10 januari 2010

Prof. dr. H. Schenk
Dr. J. Bos
Mr. Drs. N. Krol
Prof. dr. W. Oostwouder
Prof. dr. A. Ottow
Prof. dr. A. van Witteloostuijn

Met assistentie van:
F. van Doorn MSc LLM
Mr. A. van der Hauw
D. Kromwijk
Mr. M. Kuilman
Mr. J. van Leeuwen
M. van der Molen
Mr. J. van Poelgeest
Drs. M. Tool
E. de Vette

Faculteit Recht, Economie, Bestuur en Organisatie, Universiteit Utrecht
Loyens & Loeff N.V., Amsterdam

Onderzoek in opdracht van de Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel Stelsel, Tweede Kamer der
Staten-Generaal

7. Samenvatting en duiding hoofdpunten

7.1 Inleiding

In het voorgaande is een grote hoeveelheid wetten en regelingen de revue gepasseerd. Het doel hiervan was inzicht te verkrijgen in de recente ontwikkelingen in de wet- en regelgeving voor zover die mogelijk relevant zijn voor een nadere bestudering van oorzaken, versterking of transmissie van de huidige crisis. Tevens was het de bedoeling een schets te geven van het algemene wet- en regelgevingskader waarbinnen ook toezichtsystemen tot stand zijn gekomen en waarbinnen toezichthouders functioneerden. Vele wetten en regels zijn immers afgeleiden van algemenere kaders. Tevens dienen financiële ondernemingen zich te houden aan bepaalde wetten en regels van algemene strekking. Omdat Nederland een klein eilandje is in de grote financiële zee kon niet worden volstaan met een inventarisatie van Nederlandse wet- en regelgeving terzake.⁸⁰⁶

In dit hoofdstuk putten wij bij wijze van samenvatting en accentuering allereerst uit de conclusies zoals die ter plekke in de voorafgaande hoofdstukken zijn getrokken. Daarnaast doen wij een poging de ontwikkelingen te duiden in het licht van de recente crisis. Hierbij moeten drie opmerkingen vooraf worden gemaakt. In de eerste plaats ligt de bron van de huidige crisis niet in Nederland. Voor een beter begrip van de oorzaken is daarom een blik buiten de landsgrenzen onvermijdelijk. Wel kan worden geanalyseerd in hoeverre Nederlandse wet- en regelgeving ons land meer of minder gevoelig heeft gemaakt voor besmetting. In de tweede plaats moet worden volstaan met de duiding van hoofdlijnen. De nationale wet- en regelgeving terzake is een *mère à boire*. Alleen door hoofd- van bijzaken te scheiden is het mogelijk door de bomen een bos te zien.

De derde opmerking is misschien wel de belangrijkste. De financieel-economische werkelijkheid is zo complex dat alleen met behulp van een theoretisch filter zin van onzin kan worden gescheiden. Dat geldt niet alleen voor beleidsmakers maar ook voor beleidsonderzoekers. Ons startpunt is dat veel beleid tot stand is gekomen op basis van de vaak impliciete hantering van twee cruciale veronderstellingen: (1) economische agenten gedragen zich grosso modo als een homo economicus; en (2) markten tenderen naar efficiëntie. Beide leerstukken zijn de fundamentele pijlers van de neoklassieke theorie die in de economische wetenschappen sinds jaar en dag de toon zetten, in het bijzonder in de op dit terrein steeds relevanter geachte micro-economie. De eerste veronderstelling impliceert dat veel economische theorie is gebouwd op modellen van menselijk keuzegedrag waarin de homo economicus zijn verwachte nut onder randvoorwaarden rationeel maximaliseert met gebruikmaking van alle

⁸⁰⁶ In Deel II wordt aansluitend op dit rapport dieper ingegaan op de specifieke positie van het toezicht.

relevante en beschikbare informatie. De tweede veronderstelling is weerspiegeld in de beroemde onzichtbare hand van Adam Smith. Op markten zorgen prijssignalen ervoor dat alle individueel beschikbare informatie wordt geaggregeerd zodat in deze prijssignalen alle relevante informatie is verwerkt.

Onze duiding is gebaseerd op een omkering van beide uitgangspunten, zoals is uitgelegd in het openingshoofdstuk. Op grond van institutionele en gedragswetenschappelijke evidentie gaan wij ervan uit dat (1) economische agenten veel meer overeenkomsten vertonen met een homo psychologicus en (2) markten niet zonder meer tenderen in de richting van efficiëntie. De genoemde twee stromingen—waarvan de eerste teruggaat op theorievorming uit het begin van de vorige eeuw voordat hij opnieuw naar voren kwam in de jaren tachtig, terwijl de tweede vanaf het einde van de jaren zestig in opkomst is—postuleren dat het gedrag van actoren in belangrijke mate wordt ingegeven door gewoonten en gebruiken, vuistregels, en psychologische prerogatieven (zie De Jonge 2009; Hodgson 2007). Een veelheid aan experimenteel onderzoek laat zien dat deze postulaten herkenbaar zijn in de empirische werkelijkheid, en dat deze bevindingen verregaande consequenties hebben voor het effect en het ontwerp van beleid (Thaler en Sunstein 2008).

Beide afwijkingen van de dominante economisch leer—homo psychologicus⁸⁰⁷ en imperfecte markten—impliceren dat wij expliciet rekening houden met menselijke en marktimperfecties. De homo sapiens is geen perfecte beslismachine, noch is de markt een perfecte informatieverwerker. Sterker nog: menselijk gedrag wordt gekenmerkt door systematische afwijkingen van perfecte rationaliteit, en binnen markten zijn krachten werkzaam die er systematisch voor zorgen dat andere dan efficiëntieregels in acht worden genomen. Ons hoofdargument is dat juist het inzicht dat veel beleid expliciet of impliciet is geënt op veronderstellingen die geen rekening houden met deze werkelijkheden, het mogelijk maakt de oorzaken en effecten van de financiële crisis te duiden. Dat wil zeggen: ons argument is dat ten gevolge daarvan het doel van wet- en regelgeving vaak haaks staat op de feitelijk effecten ervan.

Teneinde vast te kunnen stellen of wetten en/of regelingen een rol hebben gespeeld in het ontstaan en de transmissie van de financiële crisis, kunnen in principe twee wegen bewandeld worden. In de eerste plaats kan aan de hand van de door ons gehanteerde doel-prikkellogica per wet of regel nagegaan worden wat het effect zou hebben kunnen zijn geweest op het handelen van economische actoren. Dat is een moeizame en tijdrovende aanpak waarvan de meeropbrengsten gering zijn omdat de enorme veelheid aan wetten en regels het specifieke effect per wet of regel nauwelijks traceerbaar maakt. Uiteindelijk moet dan toch geaggregeerd worden om te bezien of een stelsel van wetten en/of

⁸⁰⁷ Strikt genomen gaat het om de homo psychologicus die ook een homo sociologicus is omdat niet alleen cognitieve beperkingen perfecte rationaliteit uitsluiten, maar ook vaak sociale invloeden een dominante rol spelen.

regels bepaalde stelselmatige gevolgen kan hebben gehad. Een alternatieve methode traceert de achtergronden of de principes, en de ontwikkelingen daarin, van wet- en regelgeving, onder handhaving van het doel-prikkelformule. Deze aanpak is ten principale oppervlakkiger, maar, gegeven de omstandigheden, efficiënter en zinvoller. In dit hoofdstuk wordt een dergelijke aanpak neergelegd. Wij menen dat het nuttig is om dit te doen aan de hand van een wat uitgebreidere bespreking van (slechts) enkele thema's respectievelijk vraagstukken in de paragrafen 7.3 tot en met 7.6. De door ons gemaakte selectie is op zich, zoals iedere selectie, in principe vatbaar voor discussie. Dit neemt niet weg, dat zij onzes inziens zeer verdedigbaar is, niet in de laatste plaats omdat zij gebaseerd is op de inmiddels talrijke studies van de gebeurtenissen.⁸⁰⁸ Onze aanpak schept in ieder geval de mogelijkheid een zekere selectie te maken van die wetten en regels die het meest relevant lijken voor (latere) bestudering van de concrete oorzaken van de financiële crisis.

Als vertrekpunt hanteren wij een algemene duiding van de aard van de crisis. Qua aard is de financiële crisis in eerste instantie een kredietcrisis. Dat wil zeggen dat de crisis te maken heeft met problemen rond de verstrekking van krediet aan consumenten en andere partijen, waaronder bedrijven. Deze kredietverlening bleek later niet voldoende geborgd, aanvankelijk vooral in de Verenigde Staten, enerzijds doordat—vanuit een microperspectief—kredietverkrijgers over onvoldoende middelen beschikten en anderzijds doordat—vanuit een macroperspectief—de reële economie geen gelijke tred had gehouden met de groei van de financiële economie. Door allerlei koppelingen en versleutelingen, uitvoeriger behandeld in de bijlagen, vertaalden betalings- en aflossingsproblemen zich in scheve balansverhoudingen bij kredietverstrekkers. Ten gevolge daarvan ontstond een situatie waarin onvoldoende reële activa bestonden om de schulden te dekken. Herijking van deze balansverhoudingen leidde tot verstrakking van verdere kredietverlening en vervolgens, ook in ons land, tot aantasting van het vertrouwen binnen de kredietverleningssector zelf. Het interbancaire leenverkeer kwam daardoor (grotendeels) tot stilstand. Uit deze korte duiding van de financiële crisis komt naar voren dat diverse partijen met een zeker enthousiasme hebben deelgenomen aan ontwikkelingen die gezamenlijk een financiële luchtbel creëerden.⁸⁰⁹ Op het vlak van wet- en regelgeving wordt daarmee de centrale vraag: hebben (ontwikkelingen in de) wet- en regelgeving dit gedrag van deze partijen mogelijk gemaakt, gefaciliteerd of misschien zelfs aangewakkerd?; en zo ja, was dat een expliciet doel of is sprake van onbedoelde effecten vanwege onverwachte doel-prikkelformules?

⁸⁰⁸ Een beknopt overzicht wordt eveneens gegeven in *De financiële en bankcrisis*, Verslag door de Bijzondere Commissie Belast met het Onderzoek naar de Financiële en Bankcrisis, Doc 52 1643 (2008/2009), Belgische Kamer van Volksvertegenwoordigers en Senaat, Brussel, 2009. Reinhart en Rogoff (2009) tonen aan dat alle financiële crises in de kern dezelfde aanloop, oorzaken en gevolgen kennen.

⁸⁰⁹ Alhoewel vele partijen hun deel in de veroorzaking van de problemen hebben (gehad), zijn in een decente markteconomie niet alle partijen even verantwoordelijk: aanbieders dragen doorgaans meer verantwoordelijkheid dan vragers.

Voordat we overgaan tot bespreking van deze vraag, willen wij graag nog twee punten onder de aandacht brengen. In de eerste plaats geldt dat individuele wetten en regelingen niet alleen van belang kunnen zijn doordat zij bepaalde (al dan niet bedoelde) individuele effecten hebben, doch ook doordat zij *als verzameling* (al dan niet bedoelde) signalen afgeven die als zodanig niet uit de betreffende wetten en regelingen kunnen worden herkend. Als de verzameling wetten en regelingen maar groot genoeg is, kan dit ook gelden voor wetten en regelingen die niet erg belangrijk lijken te zijn indien ze geïsoleerd worden beschouwd. Gezamenlijk kunnen zij een klimaat creëren waarin actoren geprikkeld worden tot het doen of juist nalaten van bepaalde handelingen, of waarin partijen aan het bestaan van bepaalde wetten en regels wellicht een excuus of legitimatie voor hun gedrag kunnen ontleenen.

In de tweede plaats zij herhaald dat de crisis niet in Nederland is ontstaan, maar in de Verenigde Staten en Groot-Brittannië. Dit roept de vraag op of het *überhaupt* zinvol is om ons af te vragen of wet- en regelgeving op het niveau van de Nederlandse samenleving dan wel op dat van de Europese Unie een rol heeft gespeeld in de financiële crisis zoals die ons land heeft getroffen. Wij menen dat het internationale belang van de Nederlandse economie en het Nederlandse bedrijfsleven niet moet worden onderschat—uiteindelijk zijn de problemen in de Verenigde Staten in eerste instantie ook in één of twee staten begonnen. De toenemende verknoping van het Nederlandse bedrijfsleven met de Amerikaanse economie en vice versa, vooral als gevolg van sterk gegroeide directe investeringen (vooral in de vorm van fusies en overnames: zie Schenk en Theeuwes 2002) kan ertoe leiden—en heeft volgens sommigen ook ertoe geleid—dat lokale problemen op de vastgoedmarkt in bijvoorbeeld Bonsall in Californië uiteindelijk aan de oppervlakte komen in de balans van een financiële instelling in Amsterdam.

Bovendien zijn sommige Nederlandse financiële instellingen zo gegroeid, dat zij inmiddels ook zelf mede vormgeven aan de ontwikkelingen in de Verenigde Staten, en meer in het algemeen: in de internationale economie. Daarnaast is het niet ondenkbaar dat specifieke nationale omstandigheden (en dus wet- en regelgeving) tot een specifiek-Nederlandse crisis zouden kunnen leiden—de ontwikkelingen in Zweden in de jaren negentig laten dat zien. Tenslotte gaat het niet alleen om de oorzaak van de crisis, maar ook over de transmissie ervan. Het ene land blijkt harder te zijn getroffen door de huidige financiële crisis dan het andere. Nationale wet- en regelgeving kan hierin een rol spelen: enerzijds als een buffer die invloeden van buitenaf (deels) tegenhoudt en anderzijds als sluis waarlangs dergelijke invloeden meer of minder makkelijk binnen stromen.

7.2 Samenvatting

Hoofdstuk 2 bevat een algemeen overzicht van de regelgeving met betrekking tot spelers op financiële markten alsmede een inleiding tot ontwikkelingen op het terrein van de vennootschapsregelgeving. De laatste zijn uiteraard vooral relevant omdat vele financiële instellingen onder deze algemene wetge-

ving vallen. Een belangrijke herziening in het Nederlandse financiële rechtstelsel is de invoering van de Wet op het financieel toezicht (Wft) geweest per 1 januari 2007. Met de invoering van deze wet werd beoogd de wetgeving doelgericht, inzichtelijk en marktgericht te maken. In dat kader werd het bijvoorbeeld niet langer nodig geacht dat een beleggingsinstelling met een zetel in Nederland die deelnemingsrechten aanbiedt buiten Nederland in het bezit is van een vergunning. De bespreking in hoofdstuk 3 heeft laten zien, dat de wetgever meende dat ontwikkelingen in de Nederlandse effectenregelgeving Nederland niet meer aantrekkelijk maakten als toevluchtsoord voor belegginginstellingen die zo de effectenregelgeving in andere landen probeerden te ontduiken, in weerwil van het feit dat er geen geharmoniseerde Europese regelgeving ten aanzien van niet-icbe's bestaat (icbe's zijn instellingen voor collectieve belegging in effecten). Niet-icbe's zijn in beginsel vergunningplichtig. Echter gegeven de vrijstellingen op de vergunningplicht valt een groot gedeelte van dit type beleggingsinstellingen en de daaraan verbonden beheerders en bewaarders momenteel buiten het toezicht. Hierbij wordt in het bijzonder gebruik gemaakt van de zogenoemde '€50.000-vrijstelling'.

Vooraf hedgefondsen hebben met zodanige vrijheid in de financiële markten kunnen opereren dat hiervan mogelijk een zekere signaalwerking is uitgegaan. Door gebruik te maken van technieken als short selling waren deze ondernemingen in staat zodanig lucratieve posities in te nemen dat andere (financiële) ondernemingen zich in toenemende mate aan hen gingen spiegelen. Dit kan hebben bijgedragen aan het ontstaan van een klimaat waarin ervan werd uitgegaan dat de binnen de sector geldende normen en standaarden hetzij maatgevend werden, hetzij redenen waren voor ondernemingen om zich, soms tegen hoge kosten, te wapenen tegen hun optreden.

Ook ten aanzien van andere actoren als banken, verzekeraars en pensioenfondsen werd de wettelijke bewegingsvrijheid vergroot. Wij bespreken de positie van de eerste twee meer in detail in Deel II terwijl verderop in dit hoofdstuk uitvoeriger wordt stilgestaan bij de positie van pensioenfondsen. Hier merken wij nog op dat de bespreking in hoofdstuk 3 laat zien dat de beleggingsvrijheid voor pensioenfondsen slechts begrensd wordt door de prudent person-regel. Deze regel maant pensioenfondsen onder meer de belangen van hun deelnemers voorop te stellen, om veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement van de portefeuille als geheel te waarborgen en rekening te houden met de aard en duur van de pensioenverplichtingen. Er zijn echter geen concrete, dwingende regels, die de prudent person-regel verder gestalte geven.

Gerelateerd aan de lacune die door de prudent person-regel wordt gevormd, is de vrijheid die pensioenfondsen hebben om te beleggen in ongereguleerde fondsen. Ze moeten weliswaar hun vermogen hoofdzakelijk op gereguleerde markten beleggen, maar beleggingen op ongereguleerde markten zijn toegestaan – tot een 'prudent' niveau.

Het is echter niet zeker of het beleggingsgedrag van pensioenfondsen in ongereguleerde vermogenscategorieën binnen de grenzen van prudentie valt. In hoofdstuk 3 is onder meer vastgesteld dat er geen wettelijke regeling bestaat die partijen verplicht om de hier vereiste transparantie contractueel vast te leggen. Ook zijn er geen regels die pensioenfondsen verplichten om over te gaan tot onafhankelijke bewaring van hun activa wanneer zij beleggen in ongereguleerde fondsen. Wel zijn de mogelijkheden tot short selling gedurende korte tijd aan banden gelegd—inmiddels geldt slechts een meldingsplicht inzake short posities—maar het betreft hier de inleners van aandelen (hedgefondsen) en niet de uitleners van aandelen, waaronder de pensioenfondsen. De in hoofdstuk 3 besproken prudentiële voorkeursregeling (die feitelijk neerkomt op risicoreductie) zou echter wel een stimulans kunnen zijn om vast te houden aan een langetermijnbeleid.

Op het terrein van het vennootschapsrecht is in de hoofdstukken 2 en 6 gememoreerd dat de Europese Commissie begin deze eeuw haar instemming heeft betuigd met de bevindingen van een door haar ingestelde adviesgroep onder leiding van prof. J. Winter. Deze meende dat de primaire doelstelling van het vennootschapsrecht behoort te zijn het faciliteren van efficiënt en concurrerend ondernemen in de gehele Europese Unie. Daartoe moesten vooral belemmeringen voor grensoverschrijdende activiteiten, waaronder fusie en zetelverplaatsing, worden opgeheven. Bovendien moest er meer gebruik worden gemaakt van flexibeler rechtsinstrumenten dan de richtlijn, zoals secundaire regelgeving door de Commissie, standaarden voor 'best practice' en modelwetgeving. Openbaarmaking van informatie achtte men een goed alternatief voor gedetailleerde regelgeving.

Tevens werd, zoals uitgebreid is besproken in hoofdstuk 6, door diverse regelingen het aandeelhoudersbelang centraler geplaatst dan in Europa en Nederland tot in de jaren negentig van de vorige eeuw het geval was. Dit is niet alleen ten koste gegaan van de belangen van andere stakeholders (zoals werknemers en crediteuren) bij respectievelijk beursgenoteerde vennootschappen en banken doch ook van de mogelijkheden voor bestuurders om zich te weer te stellen tegen bepaalde voorstellen respectievelijk besluiten van aandeelhouders respectievelijk de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De bestaande wetgeving bevat onvoldoende regels ten aanzien van de transparantie bij de verkrijging van aandelen door hedgefondsen in beursgenoteerde vennootschappen met het oog op beïnvloeding van de strategie. Wetsvoorstel 32014 dat op 18 juli 2009 is ingediend naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code voorziet wel in mogelijkheden om aandeelhouders te identificeren en bevat de verplichting voor aandeelhouders met een belang van 3% of meer van het geplaatste kapitaal van de beursgenoteerde onderneming om zich voor of tegen de strategie van de vennootschap uit te spreken. Betwijfeld kan echter worden of dit een sluitende regeling oplevert.

Een logisch gevolg van een en ander is, dat ondernemingen gedurende de periode die voorafging aan de crisis in toenemende mate gezien werden als instrumenten voor de vermeerdering van financiële belangen. In hoofdstuk 6 is geconstateerd dat de focus op het aandeelhoudersbelang is versterkt zowel bij vennootschappen die het monistische bestuursmodel hanteren als bij vennootschappen met het dualistische model. Voorts is geconcludeerd, dat de recent voorgestelde afschaffing van de kapitaalbescherming voor bv's kan strekken tot bevoordeling van de positie van aandeelhouders vis-à-vis crediteuren en werknemers. De afschaffing van deze bescherming wordt niet gecompenseerd door extra aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders. De uitkeringsregeling maakt het mogelijk om het gehele gestorte kapitaal uit te keren zonder dat de schuldeisers hiervan tijdig op de hoogte worden gesteld.

Gedurende de laatste jaren is regelmatig geconstateerd, dat er slechts beperkte mogelijkheden bestaan voor beursvennootschappen om zich te voorzien van steun van aandeelhouders die zich juist richten op de lange termijn. In hoofdstuk 4 is geconstateerd dat dit ondernemingen mogelijk aanzet tot gedrag dat slechts het korte-termijnbelang regardeert. In dit verband is het bemoedigend dat het kabinet werkt aan een wettelijke regeling ter facilitering van lange termijn aandeelhouderschap. Met name loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht zouden hier een nuttige rol kunnen vervullen.

Er zijn geen wettelijke regels die 'empty voting' tegengaan, waardoor aandeelhouders met een negatief economisch belang de doorslag kunnen geven bij besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders. Ook zijn er geen regels betreffende 'hidden ownership', waarmee controle kan worden verkregen en meldingsplichten, evenals de verplichting tot het uitbrengen van een bod, kunnen worden ontgaan. Wel ligt momenteel een wetsvoorstel ter consultatie voor dat houders van bepaalde financiële instrumenten, zoals 'contracts for difference' en 'total return equity swaps', verplicht hun belang (vanaf 3%) te melden.

Ondernemingsbesturen verliezen na inwerkingtreding van het wetsvoorstel tot implementatie van het de Europese Richtlijn aandeelhoudersrechten de mogelijkheid om agenderingsvoorstellen te weigeren indien een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet. Daarnaast blijven zij echter over beperkte tijd beschikken om zich te verweren tegen agenderingsvoorstellen die de strategie betreffen. Verlenging van de wettelijke termijn voor het indienen van agenderingsvoorstellen van de huidige 60 dagen, zoals voorgesteld in de Code Frijns, staat volgens de minister van Financiën op gespannen voet met de Richtlijn aandeelhoudersrechten.

De in de Code Frijns geschetste mogelijkheid voor ondernemingsbesturen om bij agenderingsvoorstellen die de strategie betreffen met een beroep op de redelijkheid en billijkheid af te wijken van de wette-

lijke agenderingstermijn, biedt in de praktijk bovendien geen oplossing. Op grond van art. 8 lid 2 BW is een wettelijke regel (zoals de zestig dagen termijn) namelijk alleen dan niet van toepassing indien dit in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. Dit levert voor ondernemingsbesturen een diabolische bewijslast op.

Uit de in dit rapport behandelde ontwikkelingen blijkt dat er tijdens de hier bestreken periode een groot vertrouwen is ontstaan in de effecten van minder respectievelijk zwakkere regelgeving. Daarnaast heeft men in toenemende mate vertrouwd op de disciplinerende werking van de uitoefening van (door Europese en Nederlandse regelgeving en de jurisprudentie) versterkte aandeelhoudersrechten. Daarbij werd onvoldoende beseft dat deze rechten met het oog op het belang van de aandeelhouders worden uitgeoefend en dat het (korte termijn) aandeelhoudersbelang niet altijd strookt met het vennootschappelijk belang. Pas naar aanleiding van de recente crisis is dit vertrouwen verminderd, maar betwijfeld kan worden of de in voorbereiding zijnde maatregelen afdoende zullen zijn om een nieuwe crisis te kunnen voorkomen of pareren.

7.3 'Rule-based' vs. 'principle-based' wet- en regelgeving

Uit de verschillende hoofdstukken in dit rapport komt tenminste één belangrijke conclusie naar voren: de ontwikkelingen in wet- en regelgeving zijn gedurende de afgelopen, ongeveer twintig jaar substantieel geweest. Wanneer deze ontwikkelingen vanuit een breed perspectief worden beschouwd, lijkt de belangrijkste verandering te zijn geweest: de overgang van een benadering waarin limitatieve regels centraal staan naar een benadering waarin vooral kaders en principes worden gespecificeerd—in jargon: een ontwikkeling van 'rule-based' naar 'principle-based' wet- en regelgeving. Wetten en regels worden algemener en meer naar doelstelling geformuleerd, waarbij de actoren op wie de betreffende wetten en/of regels van toepassing zijn tot op zekere hoogte zelf kunnen bepalen hoe moet worden gehandeld teneinde te voldoen aan de beginselen die zijn gespecificeerd. Dit creëert meer flexibiliteit en eigen beslissingsruimte voor de actoren. De hierachter liggende filosofie lijkt te zijn dat rationele agenten op efficiënte markten niet teveel via wet- en regelgeving moeten worden ingesnoerd omdat anders de hierboven genoemde onzichtbare hand zijn heilzame werk niet kan doen. In navolging van de dominante logica die het marktdenken tot een paradigma verhief is de gedachte dat dergelijke agenten op dergelijke markten de welvaart als collectief zullen bevorderen via efficiënte arbitrage en effectieve innovatie. Vanuit de sector zelf werd en wordt deze dwingende logica ook veel gehanteerd om te wijzen op de schaduwzijden van regulering. Het voorbeeld van derivaten is illustratief. De sector en toezichthouder deelden tot voor kort de mening dat de bijna-vrije loop van dergelijke financiële innovaties de maatschappij ten goede kwam door het faciliteren van superieure risicospreiding.

De belangrijkste doelen die in algemene zin met de financiële wet- en regelgeving worden nage-

streefd, zijn:

- (i) bevordering van de stabiliteit van de financiële markt;
- (ii) bevordering van het vertrouwen in de financiële markt; en
- (iii) bescherming van niet-deskundige partijen op de financiële markt.

Deze doelen zijn, zoals elders in dit rapport uiteengezet, herkenbaar in een groot scala van wetten en regels, waarvan wij hier slechts veranderingen noemen die samenhangen met de invoering van de Wet op het financieel toezicht (Wft) op 1 januari 2007, en met de wijzigingen in dezelfde wet in verband met de invoering van de Overnamerichtlijn en de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID), enige maanden later.

De belangrijkste vraag die in dit verband gesteld kan worden is of 'principle-based' wet- en regelgeving ten principale in staat is deze doelen zeker te stellen. Dergelijke wet- en regelgeving is gebaseerd op een a priori vertrouwen in de gedisciplineerdheid van individuele actoren—hetzij op basis van eigen belang, hetzij op basis van afdwingbaarheid daarvan door concurrentiële en/of pseudoconcurrentiële druk.⁸¹⁰ Vertrouwen op de prikkel van het eigenbelang veronderstelt dat actoren weten wat hun eigenbelang is, en weten op welke wijze zij dat het beste kunnen dienen. Deze veronderstellingen behoren tot de fundamentele beginselen van de neoklassieke economische theorie, maar zij zijn de afgelopen decennia herhaaldelijk ter discussie gesteld door nieuwere economische en gedragswetenschappelijke stromingen als de institutionele en de gedragseconomie. Ofschoon vele bevindingen van de genoemde modernere stromingen moeten worden gekwalificeerd als idiosyncratisch, dat wil zeggen typerend voor specifieke gevallen en daarmee soms moeilijk te veralgemeniseren, wordt in toenemende mate gewezen op het belang van zogenaamd rationeel imitatiegedrag en minimax-spijtgedrag (zie Schenk 2008). Wij gebruiken daarom deze twee moderne inzichten om onze argumenten verder te illustreren.

Bij het eerste fenomeen staat centraal dat de ontoereikende kennis waarover actoren doorgaans beschikken, prikkelt tot het varen op het kompas van eerdere beslissers. Het zelfde geldt wanneer beslissingsprocessen niet zozeer gehinderd worden door een gebrek aan kennis, maar door de inherente beperkingen van deze processen zelf—beslissers kunnen soms niet overweg met de enorme hoeveelheid informatie die ter beschikking is gekomen omdat hun verwerkingscapaciteit én -vermogen imperfect is. Door imitatie van het gedrag van eerdere beslissers kan daarom gemakkelijk een aansenschakeling van 'foute' beslissingen optreden die uiteindelijk tot een catastrofe leidt. Het klassieke

⁸¹⁰ Met pseudoconcurrentiële druk wordt bedoeld op een vorm van gereguleerde concurrentie zoals in de elektriciteitsvoorziening en in het bankwezen.

voorbeeld is het piramidespel, waarmee de beurs vaak wordt vergeleken. Zolang het estafettesokje kan worden doorgegeven aan een volgende loper in de race, is aankoop van duurder wordende producten rationeel. Echter: zodra het stokje op de grond valt, stort het kaartenhuis met veel geraas in elkaar. Een beurskrach vertoont vrijwel altijd deze karakteristieken: het gaat heel goed tot het fout gaat, en dan is heel Leiden in last (Koedijk en Van Witteloostuijn 1997).

Bij het tweede fenomeen wordt geduid op het feit dat actoren zich niet zozeer laten leiden door het zicht op gewin (in extreme vorm geduid als winstmaximalisatie) als wel door het minimaliseren van spijt. Gewoonlijk ervaren actoren minder spijt wanneer zij samen met anderen (zogenaamde 'peers') hebben gefaald dan wanneer anderen (achteraf) succesvol blijken te zijn geweest met de keuze voor, zeg, alternatief α terwijl zij zelf aan een ander alternatief (zeg, β) de voorkeur gaven dat achteraf niet succesvol blijkt te zijn. In het ene geval kan kritiek immers gepareerd worden door te wijzen op het feit dat op bredere schaal suboptimaal gedrag werd tentoon gespreid. De toorn die de omgeving op de beslissers wil of laat neerdalen, kan dan gedeeld worden met anderen. In het alternatieve geval ontstaat een concurrentiële achterstand zodat de beslisser verweten kan worden dat hij niet zo adequaat als de andere(n) heeft gehandeld. Indien de uitkomst van bepaalde handelingen ex ante onzeker is, zullen actoren ter minimalisering van spijt doorgaans de vroege beslissers imiteren. In de literatuur wordt dit gedrag wel gekwalificeerd als 'strategisch rationeel', ter onderscheiding van het begrip 'economisch rationeel'. De praktijk binnen veel financiële instellingen om de individuele bonus te enten op de prestaties van anderen—in jargon: *benchmarking*—werkt spijtminimalisatie en dus kuddegedrag op financiële markten in de hand.

De zojuist gereleveerde theorieën sluiten niet uit dat actoren adequaat handelen. De sterke kant van deze nieuwe theorieën is gelegen in het feit dat zij—in tegenstelling tot de neoklassieke theorieën waarop veel wet- en regelgeving is gebaseerd—laten zien dat actoren in groten getale eenvoudig de verkeerde kant uit kunnen gaan zonder dat sprake is van een aberratie of van moedwillig inadequaat gedrag, namelijk wanneer een eerste beslisser op een wijze handelt die achteraf gekwalificeerd moet worden als inadequaat. In het geval van 'principle-based' wet- en regelgeving wordt aan actoren de gelegenheid geboden collectief 'in de fout te gaan', ook wanneer dat feitelijk niet strookt met hun eigenbelang of met het aan hen toegedichte eigenbelang. Tegelijkertijd moet worden erkend dat dit de nodige flexibiliteit in een dynamische omgeving met zich meebrengt, die verder gaat dan wat bij 'rule-based' regelgeving kan worden gerealiseerd. De kunst is de juiste balans te vinden tussen deze twee soorten regelgeving—een balans die momenteel in het financiële recht ontbreekt.

Het is in dit verband ook opvallend dat de wet- en regelgeving zich beperkt tot de bescherming van niet-professionele partijen. Van professionele partijen wordt verondersteld dat zij in staat zijn te taxe-

ren in hoeverre hun eigenbelang met bepaalde acties als dan niet geschaad wordt. Sinds het begin van de kredietcrisis is echter juist door professionele partijen regelmatig onderstreept dat hun kennis van financiële instrumenten ontoereikend was. Zoals wordt geïllustreerd in het verslag van Cohan (2009) van de ondergang van de prominente Amerikaanse zakenbank Bear Stearns, heeft de financiële top vaak geen of weinig begrip van de gecompliceerde derivaten die ogenschijnlijk zorg dragen voor eeuwige en veilige winststromen. Inderdaad: naar aanleiding van de kredietcrisis hebben de nodige bestuurders van financiële instellingen publiekelijk erkend dat zij niet of onvoldoende op de hoogte waren van de finesses van de door hun instelling aangeschafte respectievelijk aangeboden producten en diensten. Soms bleken zij evenmin op de hoogte van de producten/dienstenportefeuilles die via een overname aan de oorspronkelijke product-marktcombinaties waren toegevoegd. In de literatuur is dit fenomeen reeds in de jaren zestig geduid in de gedragstheorie van organisaties (Cyert en March 1963). Zeker in complexere en grotere organisaties verliest de bedrijfstop uiteindelijk de controle over essentiële bedrijfsprocessen (Van der Mandele en Van Witteloostuijn 2007 en 2008).

Bovendien kan men zich afvragen in hoeverre partijen zich aangesproken voelen door risico's die hun lokale belang overstijgen indien wet- en regelgeving hen daar niet toe verplicht. De principiële vraag is, met andere woorden, of 'principle-based' wet- en regelgeving *überhaupt* systeemrisico's zou kunnen minimaliseren. In dit verband lijkt het zinvol te wijzen op de mechanismen van een 'bank run'. Spaarders weten dat zij door het acuut opvragen van hun tegoeden de kans op overleving van de bank sterk aantasten. Tegelijkertijd beperken zij de kans dat andere spaarders hun tegoeden nog met succes kunnen opvragen. Toch vragen zij hun tegoeden op. 'Principle-based' wet- en regelgeving is niet in staat dergelijk kuddegedrag te voorkomen, noch om een fatale *stampede* in te dammen nadat de kudde in beweging is gekomen. In wet- en regelgeving op basis van moderne gedragstheorieën zal veel sterker op deze mogelijkheid ingespeeld moeten worden, aangezien deze theorieën aannemelijk maken dat dergelijk gedrag schering en inslag is. Een voorbeeld zou restrictieve en dwingende regelgeving omtrent *bonusbenchmarking* kunnen zijn.

De veranderingen in de wet- en regelgeving gedurende de laatste decennia gaan in veel gevallen impliciet, maar blijkens de elders in dit rapport gereleveerde toelichtingen soms ook expliciet, er vanuit dat deze systeemrisico's van collectief 'irrationeel' gedrag in een vrije markteconomie niet groot zijn. Toezichthouders worden geacht in geval van een dreiging van mogelijk gevaar tijdig op te kunnen treden. Dit is evenwel slechts mogelijk indien de toezichthouder over (voldoende) bevoegdheden tot optreden beschikt. Juist in ons onderzoek is gebleken dat op diverse terreinen sprake is van niet-gereguleerde producten en diensten, waardoor de toezichthouder buiten spel stond. Dat betekent niet alleen dat volgens moderne gedragstheorieën de kans op collectieve afwijkingen van rationaliteit systematisch is onderschat, door wetgever en toezichthouder, maar ook dat in voorkomende gevallen van

dreigende ontsporing de toezichthouder niet over een adequaat interventie-instrumentarium beschikt. In deze context moet overigens ook het gedrag van de toezichthouders zelf mogelijk door de lens van de homo psychologicus worden bekeken. Falende toezichthouding kan symbool staan voor een fenomeen dat economen 'regulatory capture' noemen. Stigler (1971), die in 1982 de Nobelprijs voor de economie heeft gewonnen, was één van de grondleggers van deze theorie. In plaats van een hoeder van het algemeen belang glijdt de toezichthouder langzaam weg in de rol van beschermer van het deelbelang van de te controleren sector. Deze subtiele gedaantewisseling onttrekt zich in het algemeen aan de blik van politiek en publiek. Aan 'regulatory capture' liggen allerlei processen ten grondslag. Asymmetrische informatie speelt de toezichthouder parten. Veel van wat in de sector gebeurt, blijft voor de toezichthouder verborgen. De toezichthouder wordt op een achterstand gezet omdat dure expertise alleen voor private ondernemingen betaalbaar is. De lobbymachine bewerkt de overheid en de politiek om de sector toe te staan veel via zelfregulering te regelen. Ook wordt druk uitgeoefend om een lastige toezichthouder te vervangen door een vriendelijkere opvolger.

Zonder hier te willen impliceren dat moedwillige vormen van 'regulatory capture' gelden voor het toezicht op banken, in Nederland of elders, moge duidelijk zijn dat ook de wijzigingen in de verschillende toezichtregels meer manoeuvreerruimte hebben gecreëerd voor de onder toezicht staande instellingen. Met het '1996 amendement' op Bazel I werd het akkoord uitgebreid naar marktrisico. Onder bepaalde voorwaarden werd banken toegestaan een eigen model te hanteren voor het berekenen van dit risico. In Bazel II werd het ook voor kredietrisico mogelijk om onder voorwaarden een eigen model te hanteren. Banken kregen zo ook de mogelijkheid verwachte kredietverliezen zelf te berekenen. Ofschon zowel de modellen als de PD-percentages moeten worden goedgekeurd door de toezichthouder, vond met deze veranderingen een verschuiving plaats van 'rule-based' naar 'principle-based' toezicht. Om de zelfdiscipline te verhogen wordt in Bazel II van banken meer transparantie geëist opdat ook de schuldeisers van de bank (depositohouders, obligatiehouders) en de aandeelhouders beter in staat zijn om te taxeren of een bank voldoende solvabel is. Hiermee wordt beoogd dat banken ook kunnen worden gecontroleerd door derden, maar het is—gelet op onze opmerkingen hierboven—onzeker of het realistisch is te verwachten dat deze 'toezichthouding door derden' voldoende van de grond kan komen.

7.4 Markt voor bestuurstitels en corporate governance

Zoals eerder in dit rapport is gereleveerd, werd met ontwikkelingen op het terrein van wet- en regelgeving ten aanzien van spelers in het financiële stelsel beoogd de wetgeving niet alleen inzichtelijker doch ook marktgerichter te maken. Op het terrein van het ondernemingsrecht vonden soortgelijke ontwikkelingen plaats. Ook hier zien we omarming van dezelfde doel-prikkel veronderstellingen als hierboven besproken, in het bijzonder met betrekking tot de Overnamerichtlijn die in 2004 in de EU

van kracht werd, en waaraan de Wft in 2007 werd aangepast, evenals de nog in te voeren Richtlijn aandeelhoudersrechten. In deze en andere gevallen wordt erop vertrouwd dat door welbegrepen eigenbelang gedreven marktpartijen in onderlinge interactie ervoor zullen zorgen dat grootschalige ontsporingen uitblijven. Ook hier wordt—vaak impliciet—uitgegaan van de homo economicus die op efficiënte markten voor effectieve controle zorgt.

Beide richtlijnen zijn het resultaat van een ontwikkeling die bezegeld wordt in het Lissabon Akkoord. Daarin spreken de Europese regeringen de ambitie uit om Europa te ontwikkelen tot de belangrijkste speler op de internationale financiële markten. In dit proces wordt de in het rapport besproken ‘High Level Group of Company Law Experts’, onder voorzitterschap van de Amsterdamse hoogleraar Jaap Winter, de belangrijkste adviseur van de Europese Commissie. Deze groep van experts voorzag een dwingendrechtelijke doorbreking van beschermingsconstructies—dat wil zeggen: van constructies die ondernemingen in de loop der jaren hadden vormgegeven met het doel zich tegen ongewenste overnames te kunnen verdedigen. In aanvulling op hetgeen hierboven over deze adviesgroep reeds is opgemerkt is het zinvol om Winter c.s. hier nog eens te citeren: “openbaarmaking van informatie kan vaak een goed alternatief zijn voor gedetailleerde regelgeving; openbaarmaking stelt de belanghebbende partijen in staat hun respectievelijke rollen te vervullen en kan bijdragen aan handhaving van normen door partijen zelf”. In dit citaat klinkt de krachtige echo van het neoklassiek economische duo van rationele agenten en efficiënte markten.

Door toedoen van het Europese Parlement is het dwingendrechtelijk karakter van de betrokken bepalingen uiteindelijk niet overgenomen in de Overnamerichtlijn. Dit neemt echter niet weg dat duidelijk werd hoe zowel deskundigen als de Europese Commissie dachten over *corporate governance* en overnamemarkten: markten, met inbegrip van financiële markten, zijn inherent efficiënt, en ondernemingen zijn in de kern eigendom van aandeelhouders die binnen het juiste juridische kader hun eigen boontjes kunnen doppen. Indien onderneming A een bod wenst uit te brengen op bedrijf B, dan moet aangenomen worden dat A dit primair wenst te doen uit een oogpunt van bevordering van de efficiëntie.⁸¹¹ Indien de eigenaren van B bereid zijn om een dergelijk bod te accepteren, moet daarnaast worden aangenomen dat de efficiëntie van de economische huishouding daarmee gediend is.⁸¹² Deze gedachtereeks is door economen geformaliseerd in de ‘theorie van de markt voor bestuurstitels’, of in het

⁸¹¹ Het kan mogelijk geen kwaad om in herinnering te roepen dat het economische efficiëntiebegrip ruim moet worden geïnterpreteerd. Het gaat om meer dan lagere kosten, bijvoorbeeld ook over innovativiteit.

⁸¹² In deze gedachtegang bestaat slechts één uitzondering, namelijk wanneer een bod wordt uitgebracht met het doel een onderneming te creëren die zal kunnen beschikken over meer marktmacht dan voorheen. Om erop toe te zien dat dit geen onwenselijke vormen aanneemt, is op het niveau van de EU in 1989 het Fusietoezicht geïntroduceerd (met later, in 1997, een soortgelijk toezicht op het Nederlandse niveau, ondergebracht bij de NMa).

Engels: “Theory of the Market for Corporate Control”. De oorspronkelijke gedachten zijn voor het eerst geformuleerd door Marris (1964).

Deze gedachten hebben autoriteiten van de EU en Nederland in 2007 veelvuldig naar voren gebracht tijdens de pogingen van ABN Amro om het Italiaanse Banca Antonveneta over te nemen. Zoals bekend, heeft de Italiaanse centrale bank alles in het werk gesteld om deze poging te verijdelen, maar zij had daarbij onvoldoende ondersteuning van de financiële wet- en regelgeving. Onvoldoende uitgezocht is in hoeverre de uiteindelijk succesvolle poging valt onder de betiteling ‘winner’s curse’, of de vloek van de winnaar—met andere woorden: of de overname de Nederlandse bank later parten heeft gespeeld. Immers: de logica van de vloek van de winnaar is gebaseerd op het gedragseconomische argument dat juist optimisten hoog zullen bieden. Hoe groter het optimisme en hoe hoger het bod, hoe groter echter ook de kans dat later zal blijken dat een kat in de zak is gekocht. De vloek van de winnaar impliceert dat de markt uiteindelijk helemaal niet efficiënt is omdat de homo psychologicus die als winnaar uit de biedingenstrijd komt te veel zal blijken te hebben betaald, met waardevernietiging als gevolg (Koedijk en Van Witteloostuijn 1997). De ‘winner’s curse’-logica is een ander modern gedragswetenschappelijk inzicht dat duidelijk maakt dat het doel van wet- en regelgeving (efficiëntie) vaak buiten bereik blijft omdat economische agenten zich—individueel of als collectief—keer op keer bezondigen aan gedrag dat vreemd zou moeten zijn aan de door de wetgever expliciet of impliciet veronderstelde homo economicus uit de dominante neoklassieke theorie van de economie, met alle onbedoelde effecten vandien.

Ook overheden wijken overigens vaak af van de norm van perfecte rationaliteit (zie bijvoorbeeld Van Witteloostuijn en De Jong (2009) over de eigen ‘niet-rationele’ dynamiek van wetgeving). De Overnamerichtlijn heeft ook tot doel binnen Europa één geharmoniseerde overnamemarkt te realiseren. De feitelijkheid is echter anders. Binnen de Franse economie opereren vele commerciële ondernemingen die deels, soms grotendeels, in eigendom van de overheid zijn. In Duitsland bestaan vele kruisdeelnemingen en hebben banken een belangrijk aandeel in niet-financiële ondernemingen. Via indirecte weg blokkeren overheden vaak de overname van nationale kroonjuwelen. Van een pan-Europees ‘level playing field’ kon daarom ook na invoering van de Overnamerichtlijn geen sprake zijn, ook al zou daarin dwingendrechtelijk de doorbreking van beschermingsconstructies geregeld zijn.

Een belangrijke implicatie van deze en gerelateerde ontwikkelingen in de wet- en regelgeving betreft het signaal dat ervan uitging op marktpartijen, zowel buiten als binnen de financiële sector. Bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen werden in toenemende mate gewezen op de wenselijkheid het ondernemingsbeleid af te stemmen op de belangen van hun aandeelhouders. Op zijn beurt opende deze koerswijziging in toenemende mate de deuren voor aandeelhoudersactivisme. Daarmee werd

tevens in toenemende mate de mogelijkheid gecreëerd voor speculatief optreden van, met name, hedgefondsen (zie hoofdstuk 4). Raaijmakers (2009) noemt als mogelijk voorbeeld van een situatie waarbij 'empty voting' de doorslag heeft gegeven, de aandeelhoudersvergadering van Fortis waarbij gestemd moest worden over de goedkeuring voor het controversiële openbaar bod dat het consortium RBS/Fortis/Santander uit wilde brengen op ABN Amro.⁸¹³ Aldus ontwikkelde de markt zich deels contrair aan hetgeen de wetgever had bedoeld.

Op zowel hedgefondsen als *private equity*-fondsen is in de meeste landen weinig regelgeving van toepassing. Dit komt doordat de regelgeving voor beleggingsfondsen zich in eerste instantie richt op de bescherming van particuliere beleggers. Hedgefondsen vallen in Nederland onder hetzelfde regime als beleggingsfondsen. Bij een minimuminleg van 50.000 euro of bij aanbidding aan minder dan 100 personen geldt een vrijstelling van dit regime. Dit betekent dat er vrijwel geen toezicht is op (de beheerders van) deze hedgefondsen. Over de vraag of dergelijke fondsen de efficiëntie van de economie verhogen, bestaat alles behalve consensus. Vooral vanwege de botsing van de kortetermijnhorizon van dergelijke fondsen met de lange-termijnnoriëntatie van hun bedrijfsbezittingen mag niet worden uitgesloten dat het verwerven van snelle winsten ten koste gaat van de continuïteit van de betreffende ondernemingen (Van Witteloostuijn 2007a).

Behalve deze microbekommernissen spelen ook macrozorgen. De systeemrisico's van hun activiteiten zijn tijdens de kredietcrisis immers manifest geworden. Hedgefondsen kunnen profiteren van schuldeniveaus (in jargon: 'leverage' of hefboomwerking) waarvan in de context van een gereguleerd regime geen sprake van zou kunnen zijn geweest. Hedgefondsen zijn misschien niet de hoofdschuldigen van het ontstaan van de crisis, maar zij zijn daardoor wel mede verantwoordelijk geweest voor de stijging van de prijzen van activa en voor de snelle groei van de markten voor gestructureerd krediet doordat zij actoren expliciet aanspoorden te investeren in risicovolle producten. De abrupte afbouw van grote hefboomfinancieringsposities, die plaatsvond toen de kredietvoorwaarden werden aangescherpt en beleggers wilden uitstappen, heeft een procyclisch effect gehad. Deze plotselinge beweging is mogelijk schadelijk geweest voor de liquiditeit van de markt. De hedgefondsen hebben voorts mogelijk bijgedragen aan de daling van de koersen in 2008 door 'short-selling' en het massaal verkopen van aandelen, vanwege de noodzaak om leningen af te lossen en hun participanten terug te betalen.

⁸¹³ Volgens Vletter-van Dort (2007: 165) hebben Nederlandse pensioenfondsen wel op grote schaal uitgeleende aandelen Fortis teruggehaald in de aanloop naar de algemene vergadering: "Dit deden zij om te voorkomen dat speculanten via het aan de aandelen verbonden stemrecht over het bod van Fortis (dat wil zeggen, het bod van het consortium bestaande uit Fortis, Royal Bank of Scotland en Banco Santander) zouden kunnen oordelen."

Inmiddels wordt op verschillende niveaus gewerkt aan het corrigeren van de wet- en regelgeving die speculatief aandeelhoudersactivisme direct heeft mogelijk gemaakt respectievelijk indirect heeft gestimuleerd. De Richtlijn aandeelhoudersrechten gooit echter roet in het eten voor wat betreft de wens van de Commissie Frijns om ten aanzien van het agenderingsrecht in de wet vast te leggen dat het bestuur een reactietermijn krijgt van (maximaal) 180 dagen. Voorts wordt in het wetsvoorstel tot implementatie van deze Richtlijn—tegen het advies van de Raad van State in—ervoor gekozen om de thans bestaande mogelijkheid om agenderingsvoorstellen te weigeren indien een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich hiertegen verzet, te schrappen.

Het hierboven reeds genoemde Wetsvoorstel 32014 voorziet in mogelijkheden om aandeelhouders te identificeren en bevat de verplichting voor aandeelhouders met een belang van 3% of meer van het geplaatste kapitaal van een beursgenoteerde vennootschap om zich voor of tegen de strategie van de vennootschap uit te spreken. Betwijfeld kan echter worden of dit een sluitende regeling oplevert.

Ook na invoering van deze wetgeving blijven onvoldoende mogelijkheden over voor beursvennootschappen om zich te voorzien van steun van aandeelhouders die zich richten op de lange termijn. Door middel van het loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht lijkt het mogelijk om praktijken die ook vanwege hun signaalwerking tot onrust op de financiële markten kunnen leiden, aan banden te leggen.⁸¹⁴ Daarmee zou het beleid echter terugkeren van de ontwikkelingen die gedurende de afgelopen ongeveer twintig jaar het beeld hebben bepaald. Wellicht dat het kabinet daarom terughoudend reageert op het voorstel tot het wettelijk faciliteren van loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht.

De Code Tabaksblad, ingevoerd in 2004, ademde nog vooral het hierboven beschreven doel ons systeem meer te richten op de belangen van aandeelhouders. Zij was vooral gericht op de verantwoording aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders en versterking van de controle op het bestuur. Deze code is in 2009 vervangen door een herziene versie—de Code Frijns. Daarin wordt ook aandacht besteed aan het beteugelen van activistische aandeelhouders. Tegelijkertijd stuit het voorstel om bestuurders meer gelegenheid te geven zich te verweren tegen agenderingsvoorstellen die de strategie betreffen echter op de krappere Europese Richtlijn aandeelhoudersrechten, zodat vooralsnog moet worden afgewacht of deze hervorming voet aan de grond zal krijgen.

⁸¹⁴ De Jongh (2009) die constateert dat loyaliteitsstemrecht al dan niet gecombineerd met loyaliteitsdividend bij vennootschappen met een verspreid stemrecht kan bijdragen aan stabiele verhoudingen en verbeterd toezicht op het bestuur. Ook concludeert hij dat, hoewel loyaliteitsstemrecht nu reeds technisch mogelijk is, wetgeving de statutaire inrichting kan vereenvoudigen met het oogmerk een zetje in de rug te geven aan de aarzelende praktijk.

De ontwikkeling van deze codes, die ook op grote schaal elders in de wereld plaats vond (Haxhi en Van Ees 2009), is op zich een goed voorbeeld van de opkomst van niet-afdwingbare regels. Aangezien codes door partijen zelf opgesteld worden (zie ook de door de NVB opgestelde code voor banken), of de verantwoording wordt afgelegd aan een orgaan van de doelgroep (zoals de Algemene Vergadering van Aandeelhouders) in de vorm van de toepassing van het 'comply or explain'-beginsel, impliceren zij zelfregulering of een daaraan verwante vorm van regulering. Tegelijkertijd hebben ze doorgaans een wettelijke verankering, zodat deze regelgeving een hybride karakter aanneemt. Hun juridische status is echter onbestemd (Van Gestel 2008). Aan de ene kant is bij Algemene Maatregel van Bestuur slechts vastgelegd dat volgens de Code Tabaksblad in het jaarverslag moet worden uitgelegd waarom van bepalingen in de code wordt (of zal worden) afgeweken, indien dat het geval is. Aan de andere kant bestaat echter weer geen volledige vrijheid om van codes af te wijken. Onder omstandigheden kunnen de bepalingen uit de Code Tabaksblad gezien worden als een invulling van de open normen van redelijkheid en billijkheid. Daarom mag niet te gemakkelijk worden aangenomen dat door middel van deze bepalingen rechten van aandeelhouders opzij gezet kunnen worden. Zo kan het wettelijk recht van een aandeelhouder die één procent of meer van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt om een onderwerp op de agenda te zetten indien hij binnen zestig dagen voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders schriftelijk om behandeling daarvan heeft verzocht, alleen opzij worden gezet indien dit naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn. Dit zal niet gemakkelijk door een rechter worden aangenomen.⁸¹⁵

Indien een activistische aandeelhouder in het overleg met het bestuur van een beursvennootschap zijn zin niet krijgt, kan hij met gebruikmaking van dit agenderingsrecht het bestuur onder druk zetten om zijn instructies op te volgen door het ontslag van het bestuur op de agenda te plaatsen. Daarbij geldt als complicerende factor dat het bestuur de belangen van alle belanghebbenden (en dus ook dat van de werknemers) mede in de strategiebepaling moet meewegen, maar dat zulks niet geldt voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De vraag doet zich derhalve voor of het zinvol is om aan de Raad van Commissarissen een recht toe te kennen om bepaalde besluiten van de Algemene Ver-

⁸¹⁵ Zie echter OK 17 januari 2007, JOR 2007, 47. Hierin overwoog de Ondernemingskamer ten aanzien van de door de betrokken *hedgefondsen* beoogde opzegging van het vertrouwen in de Raad van Commissarissen dat "ook bij een uiterst terughoudende toetsing van de (beoogde) bevoegdheidsuitoefening door Centaurus c.s. aan de, ook door aandeelhouders in acht te nemen redelijkheid en billijkheid als bedoeld in art. 2:8 BW, niet, althans niet reeds thans of zonder beoordeling van het in deze te verrichten onderzoek, kan worden aanvaard, zulks in verband met de daaraan verbonden, mogelijk grote risico's, dat Stork wordt gedwongen haar strategie te verlaten en te kiezen voor Centaurus c.s." Daarbij moet worden opgemerkt dat de voorziening van de OK zich niet tegen het gebruik van het agenderingsrecht van Centaurus c.s. richtte maar tegen de bevoegdheid van de buitengewone vergadering van aandeelhouders om te stemmen over de geagendeerde voorstellen met betrekking tot het opzeggen van het vertrouwen in de RvC van Stork en het doen goedkeuren van acquisities en desinvesteringen door de AvA.

gadering van Aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen te toetsen aan het vennootschappelijk belang. Om te voorkomen dat de Raad van Commissarissen gemakkelijk door de aandeelhouders onder druk zou kunnen worden gezet, dient dan een adequate (dus niet slechts een “uiterst terughoudende”, zie boven) toetsing van een (voorgenomen) besluit van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders tot ontslag van commissarissen door de Ondernemingskamer mogelijk worden gemaakt. De Raad van Commissarissen heeft blijkens de Code Frijns ook als taak toezicht te houden op beloningen en risicomanagement. Het is vraag of dit ver genoeg strekt en of een code hier toe geschikt is. Risico's met mogelijk verstrekkende gevolgen worden immers niet alleen op bestuursniveau of op het niveau daar direct onder genomen (zie bijvoorbeeld de grote verliezen die door een frauderend personeelslid werden veroorzaakt bij het Franse Société Generale).

Een gedragswetenschappelijke analyse van het verwachte effect van de zojuist gereleveerde en andere vormen van zelfregulering biedt een verklaring voor het feit dat het beoogde effect vaak niet wordt bewerkstelligd. Per saldo laten de feiten zien dat vrij veel van de bepalingen in de Code Tabaksblat de facto vaak niet worden geïmplementeerd. De jure wordt echter de code gevolgd via gebruikmaking van de 'explain'-ontsnappingsroute (Akkermans c.s. 2007). Op den duur wordt massaal van de code afgeweken met gebruikmaking van dezelfde uitleg (Akkermans c.s. 2006). Hieruit kan worden afgeleid dat het doel van deze in wetgeving verankerde zelfregulering veelal buiten bereik blijft omdat ondernemingen op grote schaal gebruik maken van de ontsnappingsclausule, vooral als het gaat om clausules die het bestuur onwelgevallig zijn, zoals die in de sfeer van beloningen (Van der Laan, Van Ees en Van Witteloostuijn 2007).

Meer in het algemeen moet het effect van een dominante oriëntatie op de belangen van de aandeelhouder niet worden onderschat. Ten gevolge daarvan wordt de korte termijn van de aandeelhouder binnen het bestuur van de onderneming geïnternaliseerd, zeker indien het belang van de bestuurder aan dat van de aandeelhouder wordt gekoppeld via systemen met variabele bonussen die zijn gerelateerd aan het verloop van de beurskoers (Van Witteloostuijn 1999 en 2007b). Dat geldt mutatis mutandis ook voor financiële instellingen. Het accent verschuift van de lange-termijncontinuïteit van de onderneming, die voortvloeit uit het in de wet als richtsnoer voor de commissarissen vastgelegde vennootschappelijk belang, naar het korte-termijnwinstbelang van de aandeelhouder. Het gevolg is een verandering van bedrijfsstrategie, met een voorkeur voor acties die snel tot hogere beursrendementen leiden. Acquisities zijn daarvan een voorbeeld, evenals reorganisaties. In de context van (grote) financiële instellingen doet zich een extra complicatie voor. Zodra die 'too big to fail' zijn, vervalt het neerwaartse risico van faillissement. Immers: centrale autoriteiten kunnen zich het omvallen van een systeeminstelling niet veroorloven. In de wetenschap dat centrale autoriteiten in voorkomende gevallen als redder in nood zullen optreden, wordt het nemen van risico extra attractief.

7.5 Pensioenfondsen

De positie van pensioenfondsen wettigt speciale behandeling. Sommige Nederlandse pensioenfondsen behoren immers tot de grootste beleggende partijen ter wereld. Tegelijkertijd hebben ze ook speciale verantwoordelijkheden jegens hun begunstigden. Hun positie binnen het economische krachtenveld ligt daarmee extra gevoelig. Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen, binnen ons land zowel als daarbuiten, heeft misschien geen belangrijke bijdrage geleverd aan het ontstaan van de huidige crisis. Het is echter niet ondenkbaar dat het wel een rol zou hebben kunnen spelen in het mitigeren ervan. In ieder geval is de betrokkenheid van de Nederlandse pensioenfondsen bij sommige speculatieve fondsen (met name hedgefondsen) en bij fondsen die zich toelagen op hefboomfinanciering van bedrijfsacquisities (private equity) de afgelopen jaren onderwerp van discussie geweest.

Zoals in het rapport is uiteengezet, dienen institutionele beleggers, waaronder pensioenfondsen, op grond van de Wet op het financieel toezicht (Wft) mededeling te doen over de naleving van de principes en de best practice bepalingen van de *Corporate Governance Code*. Hoewel deze code hoofdzakelijk principes en bepalingen voor beursgenoteerde vennootschappen behelst, richt een deel ervan zich specifiek op institutionele beleggers. Op grond van de Pensioenwet zijn pensioenfondsen verplicht het belang van hun begunstigden altijd voorop te stellen terwijl zij—jegens zowel hun begunstigden als de vennootschappen waarin zij beleggen—verplicht zijn om op een zorgvuldige en transparante wijze te bepalen of en hoe zij gebruik zullen maken van hun aandeelhoudersrechten. De Code Frijns en voorheen de Code Tabaksblat verplicht respectievelijk verplichtte de pensioenfondsen om hun beleid te verantwoorden, maar vermelden verder niets over de inhoud die hun stembeleid zou moeten hebben.

Impliciet wordt op dit vlak aangenomen dat pensioenfondsen hun aandeelhoudersrechten moeten uitoefenen met het doel duurzame en groeiende waarde te bewerkstelligen.⁸¹⁶ Zij moeten een consequent, helder en duidelijk beleid voeren, opdat de vennootschap weet waar zij aan toe is. Verder moeten ze betrokken zijn bij de vennootschappen waarin wordt belegd, een transparant beleggingsbeleid voeren en *corporate governance* problemen aankaarten. Gelet op het karakter van pensioenfondsen—ze zijn lange-termijnbeleggers—kunnen zij met het uitlenen van effecten, het zogeheten 'securities lending', op relatief eenvoudige wijze extra rendement (de zogenaamde leenvergoeding) behalen op aandelen die zij voor langere tijd in hun portefeuille houden. Dit extra rendement kan ten goede komen aan de betaling van de pensioenverplichtingen. Het principe van 'securities lending' is echter om een aantal redenen omstreden. Ten eerste kan het strijd opleveren met de beginselen van *corporate governance*. Met de juridische overdracht van aandelen aan de inlener gaan immers ook de aan-

⁸¹⁶ Zie ICGN, 'Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities' (2007).

deelhoudersrechten mee. Dit kan indruisen tegen de verplichting van institutionele beleggers om een bewust stembeleid te voeren.⁸¹⁷ Het is namelijk moeilijk te controleren hoe de inlener de stemrechten uitoefent en of hij een dubbele agenda heeft ('empty voting'). Het stemgedrag van de inlener kan tegengesteld zijn aan de belangen van de vennootschap en de lange-termijnbelangen van een pensioenfonds. Bovendien hebben institutionele beleggers de fiduciaire verantwoordelijkheid jegens hun begunstigden om hun stemrechten op gedegen wijze uit te oefenen.

Ten tweede kunnen de uitgeleende aandelen worden gebruikt voor 'short selling'. De inlener speculeert daarbij op een koersdaling. Hij verkoopt de aandelen tegen een hoge prijs om ze vervolgens op een later tijdstip tegen een lagere prijs terug te kopen. Het prijsverschil vormt de winst. In het rapport is erop gewezen dat als meer partijen tegelijkertijd 'short' gaan, zij een 'self-fulfilling prophecy' kunnen creëren—een andere vorm van het eerder gememoreerde kuddegedrag. Weliswaar wordt de pensioenfondsen door de belangenorganisatie van institutionele beleggers Eumedion aangeraden om onder bepaalde omstandigheden voorzichtig om te gaan met het uitlenen van aandelen, zodat deze kunnen worden teruggeroepen, maar voorwaarde hiervoor is wel dat in de overeenkomst met de inlener is geregeld dat dit tijdig kan geschieden. Bovendien is voor het terughalen van het stemrecht een levering van de aandelen aan de uitlener vereist. Ook het International Corporate Governance Network (ICGN), waar Eumedion bij is aangesloten, heeft overigens een gedegen verzameling regels vastgesteld die moeten bevorderen dat transparantie, eenduidigheid en verantwoordelijkheid voorop staan bij het uitlenen van aandelen. Tevens wordt het inlenen van aandelen uitsluitend vanwege de daarmee verbonden stemrechten gekwalificeerd als 'bad practice'. Deze regels zijn echter niet wettelijk verankerd. Het betreft hier een vorm van zelfregulering op basis van vrijwilligheid.

Zoals reeds hierboven is gememoreerd, hebben pensioenfondsen een grote mate van beleggingsvrijheid. Ze moeten weliswaar hun vermogen hoofdzakelijk op gereglementeerde markten beleggen, maar beleggingen op ongereglementeerde markten zijn toegestaan—tot een prudent niveau. Het is niet zeker of het beleggingsgedrag van pensioenfondsen in ongereguleerde vermogenscategorieën binnen de grenzen van prudentie valt. Deze vraag speelt met name indien geen deugdelijke afspraken omtrent transparantie zijn gemaakt tussen pensioen- en hedgefondsen. Een wettelijke regeling die partijen verplicht om transparantie contractueel vast te leggen ontbreekt. Ook bestaan geen regels die pensioenfondsen verplichten om over te gaan op onafhankelijke bewaring van hun activa wanneer zij beleggen in ongereguleerde fondsen.

⁸¹⁷ Immers: op grond van de Wft en de beide codes moeten pensioenfondsen jaarlijks hun stembeleid publiceren. Zij zijn overigens wel bevoegd van dit door henzelf geformuleerde stembeleid af te wijken, mits zij hiervan gemotiveerd opgave doen.

De afgelopen jaren blijken pensioenfondsen zich, vanwege de verwachte hogere rendementen, meer te hebben toegelegd op korte-termijnbeleggingen, waaronder beleggingen in hedgefondsen. Ook het beleid van pensioenfondsen is daardoor in min of meer sterke mate beïnvloed door de korte horizon die in grote delen van het bedrijfsleven in het algemeen en de financiële wereld in het bijzonder in de afgelopen decennia aan een gestage opmars is begonnen (Van Witteloostuijn 1999 en 2007b). Pensioenfondsen worden echter geacht hun beleid toe te spitsen op de lange termijn. Zolang geen mogelijkheden door de wetgever worden gecreëerd die dit stimuleren—bijvoorbeeld door de mogelijkheid tot loyaliteitsdividend wettelijk te verankeren—moeten initiatieven op dit terrein hoofdzakelijk uit de pensioenfondsen zelf voortkomen. Gelet op hun belangrijke functie binnen onze economie en samenleving lijkt de huidige praktijk voor discussie vatbaar.

7.6 Beloning

Vooral in de bijlagen bij het rapport is uitvoerig aandacht besteed aan de bindende zowel als niet-bindende wet- en regelgeving ter zake de beloningen van, met name, bestuurders. Daarbij is de nadruk gelegd op het variabele gedeelte van de beloningen omdat gesteld is dat vooral dit beloningsonderdeel mogelijk aan de kredietcrisis heeft bijgedragen—rechtstreeks als veroorzaker of onrechtstreeks als versterker. Ontwikkelingen in de praktijk en theorie omtrent beloning gaan terug op de opkomst van de zogenaamde principaal-agenttheorie ('agency theory') binnen de neoklassieke economische hoofdstroom die zich in de jaren negentig een sterke positie heeft weten te verwerven aan Angelsaksische en Nederlandse universiteiten. In deze theorie wordt aangenomen dat economische subjecten zich stelselmatig opportunistisch gedragen in hun jacht op het maximaliseren van hun welbegrepen eigenbelang. Aangezien verwacht wordt dat de belangen van bestuurders (de agenten) niet automatisch samenvallen met die van aandeelhouders (de principalen), en gemeend wordt dat de belangen van de laatste voorrang dienen te hebben, is het geboden om de beloning van bestuurders te koppelen aan de belangen van aandeelhouders. Terwijl van bestuurders verwacht wordt dat zij primair gemotiveerd worden door particulier inkomen en particuliere status, hetgeen zou kunnen leiden tot afroming van de ondernemingswinst ten behoeve van dat inkomen en, bijvoorbeeld, de opbouw van zogenaamde keizerrijken ('empire building'), wordt gesteld dat aandeelhouders primair geïnteresseerd zijn in de hoogte van de aandeelhouderswaarde van de onderneming.⁸¹⁸

⁸¹⁸ Cools (2005) spreekt in dit verband van zonnekoningen. In zogenoemde delegatiespellen wordt geanalyseerd hoe de beloning van bestuurders vervolgens weer een effect heeft op het verloop van concurrentie op markten (Fershtman en Judd 1987; Vickers 1985). Uit deze literatuur blijkt onder meer dat bij verplichte transparantie van beloningsbeleid—zoals dat in veel *corporate governance* codes is vastgelegd—ondernemingen een additioneel kanaal in handen krijgen ten behoeve van de stilzwijgende coördinatie van kartels. Ook hier is zodoende sprake van een onbedoeld neveneffect van regelgeving: de regelgeving die beoogt aandeelhouders te beschermen (die inzake *corporate governance*), kan de belangen van consumenten schaden (die zou moeten worden geborgd met behulp van wetgeving inzake mededinging). Zie Jansen, Van Lier en

De variabiliteit van de aandeelhouderswaarde moet zich, volgens deze theorie, weerspiegelen in variabiliteit van de bestuurdersbeloning. Met name bij financiële ondernemingen, en daarbinnen weer vooral bij de investeringsbanken (ook wel zakenbanken genoemd), worden variabele beloningen benut om talent aan te trekken. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om bonussen in de vorm van opties, aandelen en speciale regelingen zoals *golden parachutes*. De discussie omtrent variabele beloningen is door de recente kredietcrisis aangewakkerd, hoewel de modaliteiten ervan ook daarvoor met tussenpozen ter discussie werden gesteld (Stelder en Van Witteloostuijn 2005). De beloningen zouden hun doel voorbij hebben gestreefd en zouden werknemers in de financiële sector hebben aangezet tot korte-termijndenken, waarbij grote risico's voor de instellingen zijn genomen. Daardoor zou een asymmetrische verhouding zijn ontstaan tussen risico's enerzijds en beloningen anderzijds. In de economische theorie is het fenomeen variabele beloning eveneens bekritiseerd, meestal door onderzoekers die de principaal-agenttheorie verwerpen (zoals Donaldson 1995; Frey 1997). Deze onderzoekers menen dat de principaal-agenttheorie uitgaat van onbetrouwbare bestuurders en dat deze theorie een 'self-fulfilling' karakter heeft: indien verwacht wordt dat bestuurders zich opportunistisch gedragen, dan zullen ook vooral bestuurders gerekruteerd worden die aan die verwachting voldoen.

Ook de Code Tabaksblat gaat van de principaal-agenttheorie uit. De code stelt dat het variabele gedeelte van de beloning ertoe moet dienen om enerzijds bestuurders aan te trekken, maar anderzijds ook om ze te behouden. Uit empirisch onderzoek is inmiddels gebleken dat het verband tussen beloningen van bestuurders en prestaties voor en na invoering van deze code weinig verschil vertoont (zie Otten, Schenk en Verwer 2008). De Code Frijns verschilt substantieel van de Code Tabaksblat. Zo is de nadruk meer op de lange termijn komen te liggen, moeten de beloningsstructuren eenvoudiger en inzichtelijker zijn, dienen de risico's ingeperkt te worden, krijgt de Raad van Commissarissen een grotere verantwoordelijkheid, dient bij de beoordeling van de beloning ook naar niet-financiële indicatoren te worden gekeken, wordt de Raad van Commissarissen verplicht kritischer naar de invloeden van variabele beloningen te kijken, en mogen opties alleen nog worden toegekend indien ze aan een prestatie worden gekoppeld. Verder moet de verantwoording van het beloningsbeleid, van de individuele beloning en het te voeren beleid begrijpelijker, inzichtelijker en transparanter worden, krijgt de Raad van Commissarissen een discretionaire bevoegdheid ten aanzien van variabele beloningen en wordt de 'claw back'-clausule geïntroduceerd.⁸¹⁹ Behalve voor de vertrekvergoeding is geen maximering van de beloningen opgenomen. Ook blijft de code niet afdwingbaar.

In de Code Frijns zijn diverse bepalingen opgenomen om de belangen van de overige belanghebben-

Van Witteloostuijn (2007).

⁸¹⁹ De *claw back* is een instrument waarmee variabele beloningen van bestuurders kunnen worden teruggevorderd indien ze op de verkeerde basis zijn toegekend.

den te betrekken bij de vaststelling van de beloningen. In het verlengde van onze eerdere opmerkingen over de positie van aandeelhouders kan echter ook hier de vraag gesteld worden of het terecht zou zijn—zoals in 2002 bijvoorbeeld bepleit door de ‘High-Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe’—om de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (het beleid ten aanzien van) de bestuurdersbeloning te laten vaststellen. Aandeelhouders hebben immers niet zoals de Raad van Commissarissen de verplichting om zich op het vennootschappelijk belang te richten, maar mogen uitsluitend voor hun eigen belangen opkomen.

Toegespitst op de beloning binnen financiële instellingen is in het rapport gerefereerd aan de normen die uit de Wet financieel toezicht kunnen worden afgeleid tot het voeren van een beheerst beloningsbeleid. Zo dienen banken en verzekeraars hun bedrijfsvoering op een dusdanige manier in te richten dat een beheerste en integere bedrijfsuitoefening kan worden gewaarborgd. Volgens de minister van Financiën dienen financiële ondernemingen daarom een zodanig beloningsbeleid te hanteren dat de soliditeit en de continuïteit van de onderneming gewaarborgd worden.⁸²⁰ Bestuurders en werknemers mogen in dat geval hun eigen (korte-termijn)belang niet laten prevaleren boven het (lange-termijn)belang van de onderneming. De minister ziet een tweede norm in de verplichting voor financiële ondernemingen om in het belang van hun klanten te handelen dan wel hun klanten zorgvuldig te behandelen. Het beloningsbeleid mag onder deze norm geen prikkels bevatten waardoor afbreuk wordt gedaan aan deze verplichtingen. Het lijkt erop alsof de kredietcrisis de financiële wereld ertoe heeft aangezet om—in ieder geval op papier—de klant te herontdekken. Mocht al worden aangenomen dat de Wft normen bevat waarmee het beloningsbeleid kan worden ingevuld, dan kunnen uit de Wft in ieder geval geen (concrete) bandbreedtes noch andere vereisten (direct) worden afgeleid. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan het ontbreken van een antwoord op de vraag of variabele beloningen wel of niet zijn toegestaan—en indien wel, of ze gekoppeld moeten worden aan prestatiecriteria.

In reactie op de crisis heeft de Adviescommissie Toekomst Banken—in de volksmond de Commissie Maas genoemd—op verzoek van de Nederlandse Vereniging van Banken het rapport ‘Naar herstel van vertrouwen’ uitgebracht, terwijl in mei 2009 AFM en DNB met gezamenlijke principes voor een beheerst beloningsbeleid zijn gekomen.⁸²¹ Deze laatste vormen onder meer een Nederlandse invulling van de ‘Financial Stability Forum’-principes. De principes richten zich op alle financiële ondernemingen die onder het toezicht van de AFM of DNB staan. Zij dienen naar de geest en niet uitsluitend naar

⁸²⁰ Kamerstuk 31371, nr 215, p. 4.

⁸²¹ In september 2009 heeft De Nederlandsche Bank een rapportage gepresenteerd waarin de resultaten van een onderzoek naar de feitelijke beloningssituatie zijn opgenomen (De Nederlandsche Bank, ‘Naar een beheerst beloningsbeleid’). Naar aanleiding van dit onderzoek heeft De Nederlandsche Bank een aantal ‘good practices’ geformuleerd voor elk van deze principes.

de letter te worden nageleefd. De ondernemingen zijn zelf verantwoordelijk voor het vinden van de juiste balans tussen het gebruik van variabele beloningen en het beheersen van de risico's die door het gebruik ontstaan. De AFM heeft nog geen handvat om de principes te handhaven. De bedoeling is dat de principes in de Wft verankerd worden zodat de AFM een toepasbaar en concreet aanknopingspunt heeft om de principes te handhaven.

Volgens de Commissie Maas dienen de hoogte en de structuur van topinkomens in overeenstemming te zijn met een verantwoord intern risicobeheer. Ook dienen zij door de samenleving als gerechtvaardigd te worden beschouwd. Aangezien daar de afgelopen jaren kennelijk geen sprake van is geweest, dient matiging en herstructurering plaats te vinden. Door dezelfde commissie wordt echter beargumenteerd dat banken wel de ruimte moeten behouden om toptalent aan te kunnen blijven trekken. Deze tweede argumentatie biedt een sluiproute om toch minder te matigen en minder te herstructureren: een klassiek gevangenendilemma ligt op de loer. Als uit oogpunt van concurrentie één bank zou besluiten de beloningsteugels te laten vieren, zullen de andere banken dat als excuus gebruiken om hetzelfde pad te betreden. De kans op zulk imitatiegedrag is extra groot omdat banken op internationale markten voor toptalent opereren. Desondanks vindt de Adviescommissie dat de ruimte bestaat om het beloningsbeleid zowel te matigen als te herstructureren. Om een grotere focus op het belanghebbendenmodel te kunnen leggen, wordt een groot deel van de aan variabele beloningen gekoppelde prestatiecriteria gebaseerd op niet-financiële doelstellingen. Hierbij valt onder andere te denken aan klanttevredenheid, risicomanagement en integriteit.

Op 9 september 2009 heeft de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) haar eigen Code Banken gepresenteerd. Deze code is gebaseerd op de aanbevelingen van de Commissie Maas, maar kent ook materiële verschillen ten opzichte van die aanbevelingen: (i) de beloningsstructuur van de werknemers wordt ook behandeld, terwijl de Commissie Maas deze groep grotendeels buiten beschouwing had gelaten; (ii) behalve de retentie- en welkomstpakketten worden ook de exitpakketten besproken; (iii) de vergelijking met de internationale sector wordt geïntroduceerd; en (iv) de toekenning van deze beloningen wordt afhankelijk gemaakt van de winstgevendheid en/of continuïteit van de bank. Verder haalt de Code Banken een aantal clausules uit de Nederlandse *corporate governance* code aan (zoals de 'claw back' clausule). Duidelijker dan voorheen is een rol voor de Raad van Commissarissen weggelegd.

Geconcludeerd kan worden, dat op het vlak van de bestuurdersbeloningen veel aan het verschuiven is, maar dat nog moeilijk te voorspellen valt wat het eindstation zal zijn omdat onder het gras de nodige adders op de loer liggen. De Code Banken lijkt echter de scherpe kantjes van de Aanbeveling Adviescommissie Toekomst Banken af te halen, terwijl ook al in dat laatste advies het gevaar van sluipt

routes levensgroot aanwezig was. Een voorbeeld van een afzwakking is de bepaling dat de Raad van Commissarissen jaarlijks de hoogste variabele inkomens bespreekt, terwijl de Commissie Maas nog voorstelde dat deze inkomens besproken werden voordat het bestuur de variabele beloningen toekent. Hoewel de Code Banken bindend is voor haar leden, is onduidelijk wie toezicht houdt op de naleving en wat de sancties zijn ingeval van niet naleving.

Daarnaast is het belangrijk om op te merken dat hoewel de aanbevelingen van de Adviescommissie Toekomst Banken hoofdzakelijk positief door de AFM en DNB zijn ontvangen, toch ook in die kringen kritiek te beluisteren is. Vooral de AFM is van mening dat de aanbevelingen niet ver genoeg gaan, aangezien ze zich alleen tot de beloningen van de Raad van Bestuur en de managementlaag eronder beperken, terwijl de aanbevelingen zich op alle werknemers zouden moeten richten. De Code Banken is enigszins tegemoet gekomen aan dit bezwaar, maar beperkt zich tot het toekennen van een goedkeuringsrecht aan de Raad van Commissarissen over de beginselen van het beloningsbeleid voor de overige werknemers. Voorts geldt de regel dat het variabel deel van het inkomen niet meer mag bedragen dan 100% van het vaste deel alleen voor bestuurders, derhalve niet voor de handelaren. Juist door werknemers uit deze laatste categorie zijn in het verleden soms extreem grote risico's genomen. Een voorbeeld hiervan is het optreden van handelaar Leeson bij de Barings Bank. Onduidelijk is of welkomst- en retentiebonussen onder de Code Banken ook gemaximeerd worden. Indien de bevoegdheid tot vaststelling van het beloningsbeleid bij de aandeelhoudersvergadering blijft liggen, dan is het moeilijk denkbaar dat de belangen van de overige belanghebbenden in de beloningen terug zullen komen. Dit probleem wordt niet opgelost zolang geen onafhankelijk orgaan—zoals een externe toezichthouder—bestaat dat kan toetsen of de beloningen de belangen van alle belanghebbenden reflecteren.

Uit dit rapport komt naar voren dat de Nederlandse discussies overigens niet op zich staan. Ook in het buitenland, en binnen supranationale instituten, zijn vele commissies aan het werk met de bedoeling meer orde en rechtvaardigheid te scheppen in de systemen voor de beloning van bestuurders en het hogere management. Opvallend is daarbij dat het bonusprincipe zelf maar zelden ter discussie is en wordt gesteld, ondanks het feit dat niet duidelijk is, en in ieder geval nooit wetenschappelijk is aangetoond, of prestatiebeloning op deze niveaus leidt tot opbrengsten die uitstijgen boven het particuliere belang van de ontvangende partij. De primaire legitimatie voor zulke principes is gelegen in motivatietheorieën die door sommigen als uitermate simplistisch zijn gekwalificeerd (Donaldson 1995; Frey 1997, en de lange rij van aldaar geciteerde onderzoekers). Uiteindelijk is het gevaar groot dat een weloverwogen afweging van deelbelangen zal uitblijven—een uitkomst die stevast wordt voorspeld in de moderne institutionele economie (Acemoglu en Robinson 2006).

Literatuur (excl. wetsverwijzingen, rechterlijke uitspraken, rapporten en overheidsdocumenten)

- Acemoglu D., J.A. Robinson (2006), *Economic Origins of Dictatorship and Democracy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Akkermans D., H. van Ees, N. Hermes, R. Hooghiemstra, G. van der Laan, T. Postma, A. van Witteloostuijn (2006), *Corporate Governance in Nederland III: een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2005 en de ontwikkelingen ten opzichte van het boekjaar 2004*, Den Haag: Monitoring Commissie Corporate Governance Code / Ministerie van Financiën (Dutch Treasury).
- Akkermans D., Van Ees H., Hermes N., Hooghiemstra R., Van der Laan G., Postma T., Van Witteloostuijn A. (2007), Corporate Governance Codes: the case of the Netherlands, *International Journal of Corporate Governance* 15: 1106-1118
- Cohan W.D (2009), *House of Cards: A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street*, Doubleday
- Cools K. (2005), *Controle is goed, vertrouwen nog beter. Over bestuurders en corporate governance*, Assen: Van Gorcum.
- Cyert R.M., March J.G. (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, 2nd ed. 1992, Cambridge, MA: Blackwell.
- De Jonge J. (2009), *Rational and Moral Action. A Critical Survey of Rational Choice Theory*, diss. Universiteit van Amsterdam.
- De Jongh J.M. (2009), Het loyaliteitsstemrecht, *Ondernemingsrecht*, 442-455
- Donaldson L. (1995), *American Anti-Management Theories of Organization*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Fershtman C., K.L. Judd (1987), Equilibrium Incentives in Oligopoly, *American Economic Review*, 77: 927-940.
- Frey B. (1997), *Not Just For the Money. An Economic Theory of Personal Motivation*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Haxhi I., Ees H. van (2009), Explaining Diversity in the Worldwide Diffusion of Codes of Good Governance, *Journal of International Business Studies* (te verschijnen).
- Hodgson G.M. ed. (2007), *The Evolution of Economic Institutions. A Critical Reader*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Jansen T., A. van Lier, A. van Witteloostuijn (2007), A Note on Strategic Delegation: the market share case, *International Journal of Industrial Organization* 25: 531-539.
- Koedijk C.G., Van Witteloostuijn A. (1997), Effectenbeurs is de pendant van de bingo-avond, *NRC Handelsblad*, 1 november: 6.
- Marris R. (1964), *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*, London: Macmillan.
- Otten J., Schenk H., Verwer A. (2008), De Code Tabaksblad en de beloning van CEO's in Nederland,

- Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 82: 445-453.
- Raaijmakers G.T.M.J. (2009), De financiële markt en het ondernemingsrecht, *Ondernemingsrecht* 10/11.
- Reinhart C.M., K.S. Rogoff (2009), *This Time Is Different: eight centuries of financial folly*, Princeton & Oxford: Princeton University Press.
- Schenk H. (2008), Firms, managers and restructuring: implications of a social economics view, in: Davis J.B., Dolfsma W. (eds.), *The Elgar Companion to Social Economics*, Cheltenham: Edward Elgar: 348-369
- Schenk H., Theeuwes J. (2002), Reflecties op plaats en toekomst van de Nederlandse maakindustrie, *SEO-rapport* 629, Universiteit van Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek (i.o.v. VNO-NCW, Den Haag).
- Stelder D., A. van Witteloostuijn (2005), Topsalaris stoelt louter op imitatiegedrag, *de Volkskrant* 28 april 2005: 9.
- Stigler G.J. (1971), The Theory of Regulation, *Bell Journal of Economics* 2: 3-21.
- Thaler R.H., Sunstein C.R. (2008), *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, New Haven: Yale University Press.
- Van der Laan G., H. van Ees, A. van Witteloostuijn (2007), Adherence to Societal Norms: the case of the Dutch corporate governance code, *International Association for Business and Society 2007 Best Paper Proceedings* (edited by Wempe, B. & J.M. Logsdon): 363-367.
- Van der Mandele H., A. van Witteloostuijn (2007), Overname ABN door Barclays gaat uitlopen op een drama, *Trouw* 23 mei: 9.
- Van der Mandele H., A. van Witteloostuijn (2008), Knip stuurloos Fortis op in drieën, *Het Financieele Dagblad* 14 augustus: 7.
- Van Gestel R.A.J. (2008), In de schaduw van het bestuursrecht, in: Zijlstra S.E. e.a., *Privaat bestuur?*, VAR Preadviezen, Den Haag: Boom Juridische uitgevers: 95-161.
- Van Witteloostuijn A. (1999), *De anorexiastrategie: over de gevolgen van saneren*, Amsterdam/Antwerpen: De Arbeiderspers.
- Van Witteloostuijn A. (2007a), Aandeelhouderonrust: een organisatiethoretische analyse, in: Eijffinger, S.C.W. & C.G. Koedijk (red.), *Private equity en aandeelhouderactivisme*, Preadviezen Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Den Haag: Sdu: 147-168.
- Van Witteloostuijn A. (2007b), De naam van het virus is aandeelhouderswaarde, *NRC Handelsblad* 7 en 8 april: 15.
- Van Witteloostuijn A., G. de Jong (2009), An Ecology of National Rule Birth: A longitudinal study of Dutch higher educational law, 1960-2004, *Journal of Public Administration Research and Theory* (forthcoming).
- Vickers, J. (1985), Delegation and the Theory of the Firm, *Economic Journal* 95: 138-147.

Vletter-van Dort H.M. (2007), Het stemgedrag van institutionele beleggers, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 5.