

# Het agency– risk dilemma.

Een onderzoek naar de oorzaken en de gevolgen op de organisatie  
structuur.

Begeleider: Dr. F.J. Gosselink

P. van Noordenne

Mee-lezer: Dr. N.A.F.M.Schreiner

265304

<b>I. Inleiding</b>	<b>4</b>
<i>I.I Introductie probleemgebied</i>	<i>4</i>
<i>I.II Doelstelling</i>	<i>5</i>
<i>I.III Relevantie</i>	<i>5</i>
<i>I.IV Onderzoeks methode</i>	<i>6</i>
<i>I.V Werkveld en beperkingen</i>	<i>7</i>
<b>II. Corporate Governance</b>	<b>8</b>
<i>II.I Inleiding in corporate governance</i>	<i>8</i>
<i>II.II Verschillende vormen van Corporate governance</i>	<i>8</i>
<i>II.III Belanghebbenden van goede corporate governance</i>	<i>12</i>
<i>II.IV Conclusie</i>	<i>15</i>
<b>III. Agency Risk</b>	<b>17</b>
<i>III.I Inleiding in de agency problematiek</i>	<i>17</i>
<i>III.II Agency problematiek</i>	<i>17</i>
<i>III.III Samenhang tussen financierings vormen en agency risk.</i>	<i>20</i>
<i>III.IV Conclusie</i>	<i>24</i>
<b>IV. Compliance en conformance</b>	<b>25</b>
<i>IV.I Inleiding</i>	<i>25</i>
<i>IV.II Van compliance naar conformance.</i>	<i>25</i>
<i>IV.III Conformance en interne organisatie.</i>	<i>27</i>
<i>IV.IV Conclusie</i>	<i>29</i>
<b>V. Conclusie's</b>	<b>31</b>
<i>V.I Conclusie</i>	<i>31</i>
<i>V.II Verband tussen Agency Risk en Governance structuur</i>	<i>32</i>
<i>V.III Vernieuwd inzicht in Agency risk</i>	<i>33</i>
<i>V.IV Slot conclusie en toekomstig onderzoek</i>	<i>35</i>

## Voorwoord

De inspiratie voor deze scriptie is ontstaan door mijn interesse in het ondernemerschap en vooral het verwezenlijken van een vernieuwend idee. De daadwerkelijke start up dus. Iedere organisatie is een optel som van verschillende inputs. Een van deze inputs is kapitaal. Bij zijn afscheid in 2006 stelde Prof. Dr. Duffhues al stelde dat er fouten waren in de financiële berichtgeving. In zijn opinie krijgen aandeelhouders en andere stakeholders te weinig inzicht in de waardevorming. "Het financiële jaarverslag van beursgenoteerde ondernemingen geeft wel (enige) informatie over wat in de onderneming is geïnvesteerd, maar niet op een adequate manier wat de investering oplevert aan nut of opbrengsten". Daarin schuilt ook hét probleem van corporate governance, aldus Piet Duffhues, niet zozeer in een gebrek aan regels en procedures zoals gesuggereerd door Corporate Governance codes.

Zoals reeds eerder aangehaald is een onderneming een organisatie vorm van verschillende inputs. Een onderneming kan worden gezien als een mechanisme dat verschillende partijen in staat stelt kapitaal, kennis en arbeid samen te brengen met als doel het genereren van maximaal voordeel. In 1997 stelde Shleifer en Vishny, dat corporate governance handelt over "the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment". Deze stelling geeft precies aan waar mijn interesse licht. Corporate governance is een doel om geïnvesteerd vermogen veilig te stellen. Maar hoe kan je als startende onderneming ervoor zorgen dat er überhaupt partijen zijn die in je willen investeren?

Door de huidige ontwikkelingen in de wereldwijde economie is het steeds lastiger om, partijen te vinden die bereid zijn om in een start-up te investeren. In een artikel van het FD stond onlangs dat: De helft van de Nederlandse bedrijven, de komende zes maanden toegang tot krediet belangrijk is voor het voortbestaan van de onderneming, maar van deze groep geeft bijna de helft (47%) aan dat het waarschijnlijk moeilijk wordt om deze financiering rond te krijgen. Tevens werd er door de zelfde groep ondernemers aangegeven dat een derde van de ondernemingen verwacht het komend half jaar tegen de grenzen van de afspraken met financiers aan te lopen. Dit is een nagenoeg onveranderde situatie met december 2008. Opvallend daarbij is dat van deze bedrijven 37% de situatie niet heeft besproken met de bank.

Het bovenstaande voorbeeld en tevens andere agency risico is hetgeen onderzocht wordt in dit onderzoek. De Vertrouwensrelatie tussen de financier en de organisatie. Tevens wordt er onderzocht in hoeverre de financieringsvorm van invloed is op het acceptatie niveau van het corporate governance begrip.

## I. Inleiding

### I.1 Introductie probleemgebied

In de recente jaren is er veel te doen geweest omtrent corporate governance mechanisme bij onderneming. Corporate governance vindt zijn oorsprong in het zogenaamde agency-conflict. In de agency-theorie staat de relatie tussen de 'principaal' en de 'agent' centraal. De principaal (aandeelhouder) huurt de agent (bestuurder) in om het bedrijf te leiden (scheiding van eigendom en leiding). Corporate governance is dus een belangrijk thema voor bestuurders en commissarissen. Het bestuur is verantwoordelijke voor de naleving van relevante wet- en regelgevingen, het beheersen van de risico's verbonden aan de ondernemingsactiviteiten en de rapportage. De raad van commissarissen houden toezicht op het beleid van het bestuur en staat het bestuur met raad ter zijde. Door de scheiding in eigendom en bestuur, ontstaat er een informatieachterstand voor de aandeelhouder. Deze informatieachterstand komt voort uit het feit dat de bestuurders dichter bij de onderneming staat dan de aandeelhouder en daardoor beter zicht heeft op 'wat er speelt' (risico's, toekomstperspectief). De informatie achterstand en als gevolg daarvan het agency probleem word misschien wel het best omschreven door de volgende quote: "The directors of such 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 partners in a private company watch over their own" (Smith in: Frentrop, 2002, p. 28).

In december 2007 is het derde Monitoring-rapport van de Commissie Frijns verschenen. Dit rapport geeft een overzicht omtrent de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code door beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Het handvat dat gegeven wordt betreffende corporate governance is voornamelijk toepasbaar op grote ondernemingen. Mr. R. Frijns, stelt tijdens een forum op het Seminar 'corporate governance', 23 september 2004, dat er in originele vorm van deze code ook een gedeelte voor niet beursgenoteerde bedrijven was opgenomen. Deze verwijzing is er in de definitieve versie uitgehaald omdat zij een storm van kritiek ontlokte. De aard van de kritiek is nooit naar buiten toe gecommuniceerd. Men heeft echter wel enig vermoeden...

Op dit moment speelt Corporate Governance een kleine rol in de praktijk van het MKB, ofwel omdat de noodzaak niet wordt ervaren, ofwel omdat kennis voor praktische toepassingen en oplossingen ontbreekt. Inzicht geven in het gevoerde beleid en de wijze waarop de directie verantwoording aflegt zijn ook voor het MKB van belang: governance-vraagstukken kunnen zich af spelen rondom zaken als aandelen, zeggenschap van medewerkers en/of externe partijen. Ook governance-vraagstukken wat betreft scheiding tussen eigendom en leiding van ondernemingen lijken niet alleen in het (beursgenoteerde) grootbedrijf van belang te zijn. Mijn interesse werd gewekt door het rapport van het EIM "small business governance" (EIM, 2006). Zij stellen dat er van uit het MKB interesse voor corporate governance vraagstukken zal ontstaan als blijkt dat dit financiële voordelen met zich meebrengt. Als corporate governance meer baten dan kosten oplevert, mag verwacht worden dat de ondernemer zijn aandacht erop richt. Zo kan het lonen corporate governance in praktijk te brengen omdat, als gevolg van daarvan, het aantrekken van externe financiers makkelijker zou maken (Tan & Tan, 2004, Duffhues, 2003).

Hoewel ieder bedrijf uniek is, geeft de bovenstaande quote wel te denken. Bij het aantrekken van externe financiering ontstaat er automatisch agency problemen. De vraag is dan, zijn er overeenkomsten te vinden tussen het type financiering en het 'agency-risico'. Mocht dit verband er zijn, komt er dan vanuit het type 'agency-risico' bepaalde eisen voort? Hoe past de strategic apex zich aan op deze eisen. Wat verandert er aan de strategic apex van de organisatie tbv van de risico beheersing, interne controle en reputatie verbetering tijdens deze groei? Zijn er overeenkomsten te vinden in de competenties die een organisatie dient te bezitten als gevolg van het type financiering?

## I.II Doelstelling

Zoals in de introductie op in het probleem gebied duidelijk werd zullen ondernemers zich pas gaan richten op corporate governance indien er financiële voordelen mee te behalen zijn. Een groot probleem voor het MKB is dat zij maar beperkt toegang heeft tot externe financiers. Tan & Tan in 2004 en Duffhues in 2003 stellen dat corporate governance dit makkelijker zou kunnen maken. De verschillende partijen hebben verschillende belangen. Voor de ondernemers en onderneming(-en), gelden voornamelijk de volgende vragen:

- Hoe financier ik mijn organisatie, welke invloed heeft dat op mijn relatie met mijn stakeholders?
- Op welke wijze kan corporate governance benut worden om aansprakelijkheidsrisico's te reduceren?
- Op welke wijze beïnvloedt dit de verantwoording t.o.v. de stakeholders.

Bij het toezicht houden op organisaties spelen verschillende vragen een rol. Voor de toezichthouder en stake-(share) holders, gaat het om vragen als:

- Heeft de onderneming een duidelijke strategie?
- Welke risico's komen hieruit naar voren?
- Worden deze op een adequate wijze beheerst?

Het bovenstaande geeft inzicht in hoe het spanningsveld tussen ondernemers aan de ene kant en de share-stake holders gevormd wordt. Om deze partijen bij elkaar te brengen is er een structuur nodig hebben die vertrouwen in zich herbergt en verenigd. Het gaat er om hoe MKB-bedrijven meer en beter toegang kunnen krijgen tot financiers door middel van aanpassing in hun organisatie. Deze punten, binnen het probleem gebied, beschouwend kom je tot de volgende probleemstelling:

Welke risico's die stakeholders in het MKB lopen bepalen de noodzaak van corporate governance structuren in het MKB-bedrijf?

- Wat is corporate governance? Wie zijn er bij betrokken, wat zijn de achterliggende principes en bestaan er verschillende vormen?
- Wat is Agency gedrag? Bestaan er verschillende vormen en bestaat er verschil in de mate van 'agency-risico'?
- Wat is de samenhang tussen de corporate governance structuur en de mate van 'agency-risico'?

Dit onderzoek richt zich op het inzichtelijk maken van de behoefte van verschillende doelgroepen. Niet alleen voor de ondernemers zelf, maar ook diegenen die betrokken zijn bij advies, ondersteuning en financiering kunnen hun voordeel doen met deze rapportage.

## I.III Relevantie

Hoewel er in Nederland wel discussie wordt gevoerd over het nut en de noodzaak van corporate governance in het MKB, is er voor het MKB tot op heden niets formeel geregeld. Dit betekent echter niet dat corporate governance niet belangrijk is voor het MKB of dat het geen rol speelt. Het merendeel van de ondernemingen in

Nederland behoort tot het midden- en kleinbedrijf. Van de 672.000 particuliere bedrijven die actief zijn in Nederland in 2004 behoren er 666.000 (99%) tot het MKB. Van deze 666.000 MKB-bedrijven behoort ruim 90% tot de categorie 0-9 werknemers (het kleinbedrijf) en ongeveer 10% tot de groep 10 t/m 99 werknemers (het middenbedrijf). In 2004 was het MKB goed voor 48% van de omzet en 48% van de bruto toegevoegde waarde van het particuliere bedrijfsleven. Het MKB heeft een aandeel van 55% in de totale werkgelegenheid van het particuliere bedrijfsleven in Nederland (EIM, 2005). Verder zorgt de continue competitie voor verdere efficiëntie.

Er is altijd veel aandacht besteed aan organisatie structuren, echter blijkt het begrip 'corporate governance' in het MKB niet echt bekend. Het gros van de MKB-ondernemers zien het voortbestaan van hun onderneming als de belangrijkste drijfveer. De wetenschap heeft echter al meerdere keren aangegeven dat ondernemers, en dan vooral het ondernemerschap, de motor achter economische ontwikkeling is. De terechte vraag die dan opkomt is, hoe gaan deze organisaties om met governance problemen? Wat is de strategische scope van deze organisaties en wat zijn hun speerpunten? Daarnaast is het interessant om te weten welke maatregelen er genomen worden om de reputatie te verbeteren. Hun positie op de kapitaalmarkt te verbeteren en de risico's te beheersen.

Er zijn niet veel empirische gegevens beschikbaar die in beeld brengen welke governance-vraagstukken er spelen in het MKB en hoe deze worden aangepakt of opgelost. De governance-praktijken moeten een oplossing bieden voor het agency-conflict dat in het MKB niet zozeer tussen aandeelhouders en bestuurders speelt (omdat beide rollen zich vaak verenigen in één persoon: de directeur-groootaandeelhouder (DGA)), maar tussen aandeelhouders en verschafters van (vreemd-) vermogen. Aandeelhouders en kredietverleners investeren en nemen risico's met het doel daarmee een bepaald rendement te realiseren. Bij iedere investering wordt de afweging gemaakt: nemen we dit risico of niet? Behalve risicobeheersing bieden goede Corporate Governance-praktijken de mogelijkheid om de risicocomponent van de rendementseis te verkleinen en daarmee externe financiering te vergemakkelijken. Scholing omtrent en verder ontwikkelend inzicht in ondernemerschap zijn dus niet alleen van belang voor de ondernemers zelf, maar ook voor de maatschappij in zijn geheel.

#### **I.IV Onderzoeks methode**

Om de probleemstelling te onderzoeken wordt het onderzoek als volgt uitgevoerd. De basis reden voor het onderzoek is de beperkte mogelijkheden van MKB-ers tot financiële markten en gebrek aan literatuur op dat gebied. Dit komt door het gebrek aan mechanismen om risico's te bepalen en te managen. Om het traject van starter tot grootbedrijf succesvol te kunnen voltooien is een helicopterview vereist. Om mogelijke knelpunten te voorzien, en eventuele problemen te voorkomen. Dus wat kunnen MKB-ers leren van het verscherpte toezicht op hun "grotere" broers in het grootbedrijf? Het is van belang om de interdisciplinariteit van dit onderwerp te benadrukken. Bij het formuleren van een onderzoek- of werkwijze gebruiken we de volgende disciplines.

- Bedrijfseconomische invalshoek (de relatie met de resultaten, waarde en de financiering van de onderneming)
- Financiële invalshoek (rol accountant, transparantie van informatie en verslaglegging)
- Bestuurlijke invalshoek (posities, rollen, verhoudingen)

Iedere ondernemer zal op een gegeven moment zich de vraag moeten stellen, hoe hij, gegeven zijn doel, zijn onderneming wil, kan en moet financieren. Vanuit het corporate governance oogpunt zijn dit bij uitstek de

momenten om aandacht te besteden aan 'goed ondernemingsbestuur' en om de structuur en cultuur van de onderneming hierop aan te passen. Iedere structuur kent zo zijn eigen eisen en wensen. Door de focus op corporate governance, Tabaksblat en Frijns, in de afgelopen jaren is er veel meer informatie en inzicht hieromtrent ontwikkeld. De bovenstaande codes zijn het beginpunt van het onderzoek. Hier zijn best practices omschreven die van belang zijn in N.V.'s. Vervolgens wordt er gekeken naar wat investeerders, banken, accountants en andere stakeholders belangrijk achten in de verslaggeving en structuur van MKB-ondernemingen. Dit heeft als doel om de toepasbaarheid van de ontwikkelde codes te achterhalen. Vervolgens gaan we financieringsmogelijkheden bekijken. Er is een breed scala aan mogelijkheden om een onderneming te financieren, ieder met zijn eigen mate van 'agency-risico'. Deze financieringsmogelijkheden vragen allemaal om hun eigen benadering en corporate governance eisen. Zoals in de relevantie al ter sprake kwam, biedt goede corporate governance mogelijkheden tot risicobeheersing en de mogelijkheid om de risicocomponent van de rendementseis te verkleinen en daarmee externe financiering te vergemakkelijken. De gedachte was om de verschillende financieringsmogelijkheden in te delen in 4 groepen. Deze groepen zijn gebaseerd op de mate van compliance van ondernemingen aan de governance code's. De bevinding van deze onderdelen worden dan aan elkaar gekoppeld om zo tot concrete verschillen in de financiering methodes te komen. Dit moet dan vervolgens weer leiden tot een matrix met concrete aanbevelingen ten behoeve van de competenties van het strategische snijpunt van de organisatie.

### **I.V werkveld en beperkingen**

De insteek van dit onderzoek is om van het algemene naar het specifieke te werken. Het onderzoek zal dus in eerste instantie beginnen met de vraag: Wat is corporate governance precies en wie zijn erbij betrokken? Het besturen van een onderneming, is het creëren van condities zodat anderen optimaal de hun toegewezen operaties kunnen leiden. Die condities vele verschillende gebieden. Variërend van juridische vormgeving, financiering, tot toegang tot intellectuele en industriële eigendom.

De relatie met de kapitaalverschaffer, zowel in de zin van het verwerven van financiering als het afleggen van verantwoording, is onderdeel van het ondernemingsbestuur. Omdat financiering van het concern onderdeel is van business administration bestaat er een overlap met corporate governance.

Vervolgens wordt er naar de relevantie gekeken voor de stakeholders in het MKB. Welke best practices zijn voor hun belangrijk? Dit alles zal worden besproken in hoofdstuk II. Vervolgens is het belangrijk om een mate van 'agency-risico' te kunnen bepalen. Om dit te kunnen doen moet er inzicht in het begrip gecreëerd worden en een framework opgezet worden. Dit zal in hoofdstuk III naar voren komen. Naar mijn idee vertonen 'agency-risico' en de compliance-eis van de financierder een positief verband. Op basis het 'agency-risico' wordt een onderverdeling gemaakt in compliance schalen. Vanuit deze compliance groepen kunnen dan weer organisatorische vereisten worden ontleend. De precieze omschrijving en uitwerking worden in hoofdstuk IV uitgebreid besproken. Dit alles komt tezamen in hoofdstuk V en moet dan leiden tot het verband tussen 'agency-risico' en het nut van goede corporate governance. De bevinding van deze onderdelen worden dan aan elkaar gekoppeld om zo tot concrete verschillen in de financierings methodes te komen. Dit moet dan vervolgens weer leiden tot een matrix met concrete aanbevelingen ten behoeve van de competenties van het strategische snijpunt van de organisatie. Het onderzoek zal zich richten op het verband tussen financieringsvormen en het daaruit voortkomende agency-risico en het type governance. Waarderingen van het bedrijf blijven geheel buiten beschouwing net zoals de financieringsmethode.

## II. Corporate Governance

### II.I Inleiding in corporate governance

Een onderneming kan worden gezien als een mechanisme dat verschillende partijen in staat stelt kapitaal, kennis en arbeid samen te brengen met als doel het genereren van voordeel. Zo stellen Shleifer en Vishny (1997) dat corporate governance handelt over "the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment". Vanuit deze visie, kan corporate governance dan worden gezien als het vermijden van risico's voor stake/(aandeel) -houders van wie de belangen niet op een andere manier goed beschermd kunnen worden. Maar wie zijn deze stakeholders en belangrijker nog, welke stakeholders hebben baat bij corporate governance? Vanuit de toegenomen aandacht die er de afgelopen jaren is voor corporate governance of 'goed bestuur' in het (beursgenoteerde) grootbedrijf is er ook steeds meer discussie gekomen over de betekenis van corporate governance voor het MKB. Dit is door het EIM onderzocht in 2006 en zij introduceerde de term "Small Business Governance gekomen". In MKB-bedrijven is er vaak, in tegenstelling tot het groot bedrijf, geen Raad van Bestuur en heeft de besluitvormingseenheid vaak een kleinere omvang. Vanuit de directe bedrijfsomgeving komt er maar weinig terugkoppeling naar de ondernemer voor. Kleinere bedrijven hebben zowel fysiek als in financieel opzicht minder mogelijkheden om te experimenteren dan grotere bedrijven. "Corrigerend optreden van aandeelhouders, vakbonden en een raad van commissarissen ontbreekt over het algemeen en ook intern zijn dergelijke feedbackmechanismen vaak afwezig" (Hoevenagel, 2004, p. 21). Dit zou dan dus ook moeten terug komen in hun organisatie structuur. Tevens zou dit zichtbaar moeten zijn door de aanwezigheid van toezichthoudende organen. De gemiddelde MKB-ondernemer komt vaak pas in actie als er kansen zijn die het primaire bedrijfsproces kunnen beïnvloeden. Dit heeft specifiek betrekking op 'corporate governance in het MKB'. Het blijkt namelijk dat de gemiddelde MKB-ondernemer weinig interesse toont in zaken die niet direct te maken hebben met de corebusiness van het bedrijf. Als corporate governance echter meer baten dan kosten oplevert, mag verwacht worden dat de ondernemer dan wel zijn aandacht erop richt. Zo kan het lonen corporate governance in praktijk te brengen omdat dat het aantrekken van externe financiers makkelijker zou maken (Tan & Tan, 2004, Duffhues, 2003). Met deze quote wordt nog eens benadrukt dat corporate governance, in het MKB-bedrijf, een concrete en toepasbare benadering vereist.

### II.II Verschillende vormen van Corporate governance

In essentie is Corporate Governance de structuur die bedoeld is om de juiste controle mechanismen in stelling te brengen, om de onderneming langdurig succesvol te houden. Maar wat is corporate governance nou precies en welke partijen zijn erbij betrokken? Tricker (1984; zie ook: Strikwerda, 1999) onderscheidt vier hoofdprocessen:

1. richting geven: het formuleren van de strategische richting voor de toekomst van de onderneming op langere termijn;
2. Executive action: betrokkenheid bij cruciale besluiten van de uitvoerders (managers);
3. toezicht: het zich informeren over en houden van toezicht op de prestaties van de bestuurders;
4. Verantwoording: verantwoording afleggen aan diegenen die een legitieme eis daartoe hebben.

In "small business governance" van het EIM wordt er voor een eenvoudigere benadering gekozen. Ze laten de processen 1) Richting geven en 2) Executive action van Tricker (1984) samenvallen binnen het hoofdproces 'sturen'. Het begrip executive action - een onderdeel van de zogenaamde 'interne governance' waarbij de relatie tussen het ondernemingsbestuur en de uitvoerende managers en werknemers centraal staat - wordt hierdoor dan opgevat als een onderdeel van het sturingsproces.

Het geheel valt dan vervolgens in de volgende 3 hoofdprocessen uiteen:



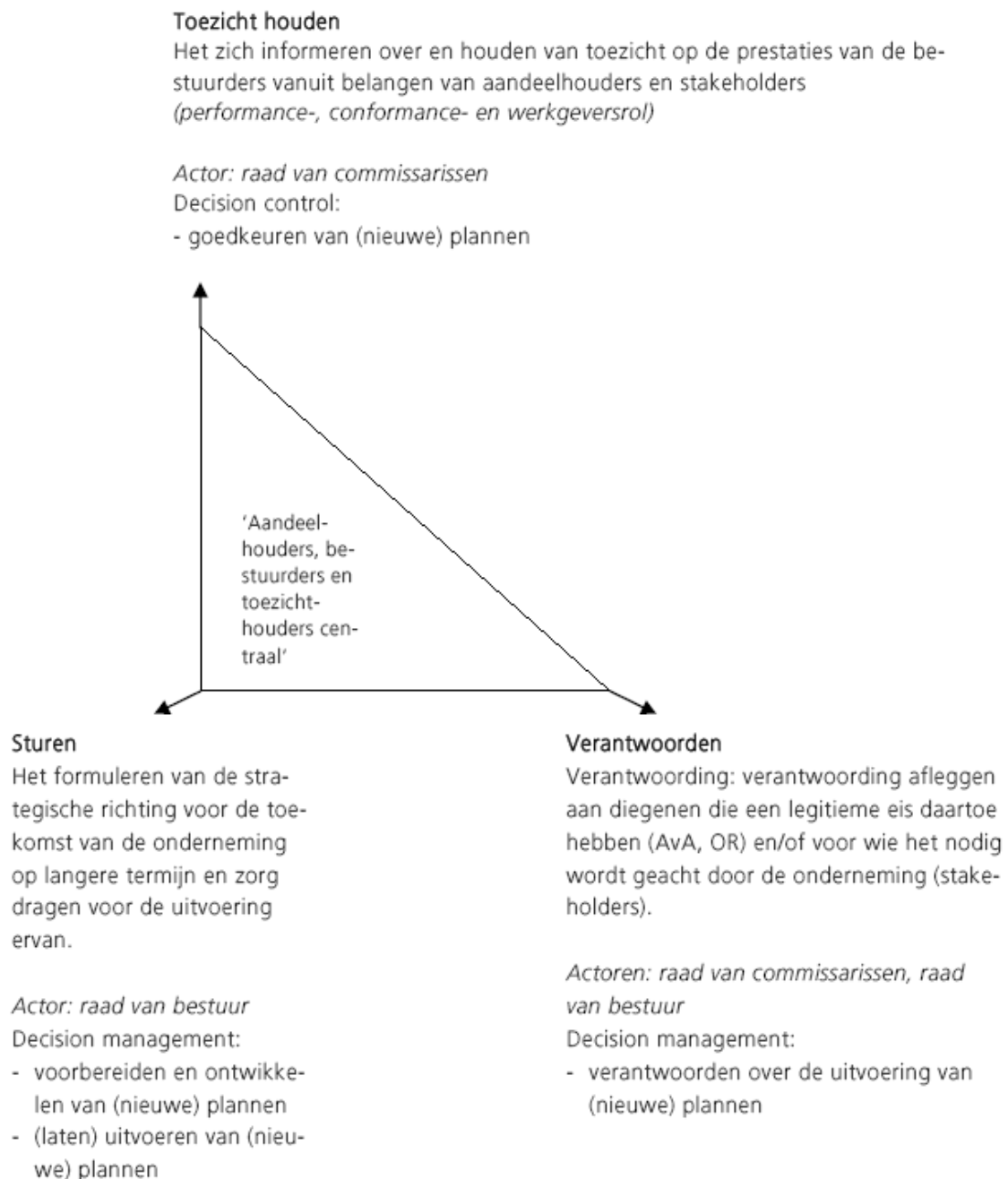
1. sturen: het formuleren van de strategische richting voor de toekomst van de onderneming op langere termijn en zorg dragen voor de uitvoering hiervan.
2. toezicht: het zich informeren over en houden van toezicht op de prestaties van de bestuurders.
3. verantwoording: verantwoording afleggen aan diegenen die een legitieme eis daartoe hebben.

Met behulp van het onderscheid tussen 'decision management' en 'decision control' (Fama & Jensen, 1983) kan worden verduidelijkt waar nu de drie hoofdprocessen van corporate governance op gericht zijn en wie erbij betrokken zijn. De wijze waarop toezicht geregeld is komt tot uitdrukking in de functies van bestuurder (executive) en toezichthouder (non-executive). Hierin zijn twee structuren te onderscheiden: de one-tier structuur en de two-tier structuur (Peij, et al., 2002). Het one-tier model gaat uit van een enkel bestuur. Het bestuur wordt voorgezeten door een Chairman (een niet-besturende directeur). De dagelijkse leiding van de onderneming is in handen van een Chief Executive Officer (CEO) die ook deel uitmaakt van het bestuur. Wel is er de verplichting een 'audit committee' in te stellen. Het one-tier model laat toe dat de toezichthouders dicht op de onderneming zitten (Peij, et al., 2002, p. 25). Bij een two-tier systeem is het anders. Dit heeft een gelaagd bestuur met enerzijds de Raad van Bestuur (RvB) en anderzijds de van de bestuurders afgescheiden Raad van Commissarissen (RvC), die autonoom en onafhankelijk, toezicht houdt op de RvB. Het bestuur is belast met het besturen van de vennootschap, dit houdt in dat zij verantwoordelijk zijn voor de realisatie van de doelstellingen van de vennootschap, de strategie en het beleid en de daaruit voortvloeiende resultatenontwikkeling. Het bestuur legt hierover verantwoording af aan de raad van commissarissen en aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Het bestuur richt zich bij de vervulling van zijn taak naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en weegt daartoe de in aanmerking komende belangen van bij de vennootschap betrokkenen af. Het bestuur verschaft de raad van commissarissen tijdig alle informatie die nodig is voor de uitoefening van de taak van de raad van commissarissen. In de literatuur over en in de praktijk van corporate governance is veel aandacht voor de invloed van toezichthouders op de bestuurders. In een one-tier model vallen de "krachten" sturen en verantwoorden in een orgaan. Als gevolg hiervan komt het one-tier model al dichter in de buurt van de organisatie structuur die gangbaar is in het MKB. Het is wel belangrijk om te weten dat een one-tier bestuur structuur in principe zo is samengesteld dat onafhankelijk toezicht gewaarborgd is. Een dergelijk bestuur bestaat dus uit toezicht houders en uitvoerders die elkaar in evenwicht houden. Aan het interne toezicht wordt tevens de eis van onafhankelijkheid gesteld. Tricker onderscheidt, op basis van onderzoek bij one-tier boards, twee rollen voor het interne toezicht:

– Performance: de rol van adviseur en klankbord op basis van kennis, expertise en externe informatie die een toezichthouder inbrengt;

– Conformance: de rol van toezichthouder als commissaris door te ondervragen, te beoordelen en waakhond te zijn.

In het MKB bestaat een dergelijk orgaan echter vaak maar uit een persoon. Tevens is de kritische terugkoppeling van uit de omgeving bijzonder klein (zie quote Hoevenagel). Frentrop (2002, p. 42) constateert echter dat de economische motivering van deze toezichthouders niet aantoonbaar is: "Indien zij zelf geen aanzienlijk aandelenbelang vertegenwoordigen geldt voor hen immers een agency-probleem vergelijkbaar met dat van managers."



**Figuur 1**

De wijze waarop het bestuur vorm krijgt in het MKB is onder meer afhankelijk van de juridische vorm van het bedrijf. Tegenstrijdige belangen tussen vennootschap en bestuurders zullen in het MKB- bedrijf ook minder voor komen. Ook maakt het uit wat voor type bedrijf het is, wel of geen familiebedrijf, en of er sprake is van een DGA. De ondernemer vervult bovengenoemde rollen in een functie. Na grondige analyse van de 2 figuren kan worden aan genomen worden dat het eigenlijk gebaseerd is op de verantwoordingseis vanuit de stakeholders. Vanuit deze eis ontstaat de noodzaak tot toezichthoudende/sturende maatregelen op het management.

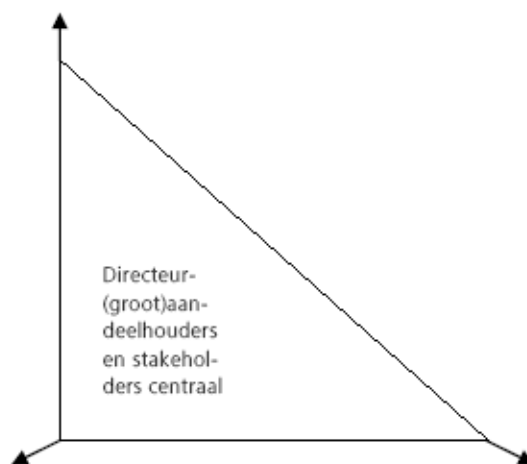
### Toezicht houden

Het zich informeren over en houden van toezicht op de prestaties van de bestuurders vooral vanuit het belang van stakeholders  
(*performance-, conformance- en werkgeversrol*)

*Actor: vaak geen: raad van commissarissen ontbreekt meestal.*

Decision control:

- goedkeuren van (nieuwe) plannen
- toezien op de uitvoering van (nieuwe) plannen
- **toezien op stakeholderrelaties**



### Sturen

Het formuleren van de strategische richting voor de toekomst van de onderneming op langere termijn en zorg dragen voor de uitvoering ervan.

*Actor: meestal D(G)A*

Decision management:

- voorbereiden en ontwikkelen van (nieuwe) plannen
- (laten) uitvoeren van (nieuwe) plannen

### Verantwoorden

Verantwoording: verantwoording afleggen aan diegenen die een legitieme eis daartoe hebben en/of aan wie het nodig wordt gedacht door de onderneming (**stakeholders**, indien aanwezig: *aandeelhouders, OR/personeelsvertegenwoordiging of -vergadering*)

*Actor: meestal D(G)A, indien aanwezig: raad van commissarissen*

Decision management:

- verantwoorden over de uitvoering van (nieuwe) plannen

---

**Figuur 2**

Wat nu meteen in het oog springt, is dat er in de 2 modellen een verschil gemaakt wordt tussen shareholders en stakeholders. Daarbij gaan sommigen ervan uit dat aandeelhouders de belangrijkste stakeholder van de onderneming zijn. Naast Shleifer en Vishny, genoemd in de vorige paragraaf, gebruikt ook Frentrop (2002, p. 26) een smalle benadering: "Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.", maar geeft daarbij wel aan dat hij

niet meent dat een onderneming succesvol kan opereren zonder dat het bestuur van die onderneming de belangen van alle betrokken partijen zorgvuldig in ogenschouw neemt. Echter als we shareholder vervangen met belanghebbende wordt de analyse makkelijker. Belanghebbenden kunnen worden gedefinieerd als: iedereen die invloed heeft op, of wordt beïnvloed door de ondernemingsactiviteiten. Het moment dat we de definitie van belanghebbend op deze manier formuleren is de juridische ondernemingsvorm onbelangrijk voor de relatie van share-(stake)holder tot de organisatie.

### **II.III Belanghebbenden van goede corporate governance**

In de vorige paragraaf hebben we vastgesteld dat we willen uitgaan van een brede stakeholder benadering. We gaan uit van de belanghebbenden, maar wie zijn de belanghebbenden in het MKB? Hoevenagel (2004) maakt een onderverdeling in 3 groepen:

1. Eerste kring: Familie-eigenaar, collega-ondernemers, ondernemersvereniging, eigen personeel, klanten, nutsbedrijven, leveranciers, installateurs en accountants.
2. Tweede kring: Banken en verzekeraars, lagere overheden, politie en brandweer, inspectiediensten, brancheorganisaties, KvK's, aannemers en architecten.
3. Derde kring: Subsidieverstrekkers, Rijksoverheid, 'Europa'.

Voor de invloed van deze partijen op de vorm, of de mate waarin corporate governance wordt toegepast in het MKB wil ik me richten op de stakeholders die een financieel belang hebben of in de controlerende sfeer acteren. Het "Small Business Governance" rapport van het EIM uit 2006 heeft enig empirisch onderzoek gedaan naar wat stakeholders in het MKB belangrijke corporate governance aspecten vinden. In dit onderzoek valt op dat iedere stakeholder groep zijn eigen definitie en opvattingen hanteerde. De volgende standpunten kwamen naar voren:

- De accountants zien corporate governance als "zorgen dat er geen dingen gebeuren die je bedrijf in "diskrediet" kunnen brengen".
- De controllers definiëren corporate governance vooral in termen van "voorkomen van groepsdenken". Zij vinden dat er voldoende ruimte binnen de onderneming moet zijn voor kritiek en tegenkracht.
- De directeuren vatten corporate governance op als kansen zien en benutten, maar alleen als er voldoende steun is binnen het bedrijf. "Het interne draagvlak heb je echt nodig." "Het personeel houdt je bij de les".
- De bankiers spraken over corporate governance in termen van risicobeheersing. "Maar de oplossingen blijven mensenwerk!".

Van de bovenstaande stakeholders lijkt de rol, in financieel opzicht, van de bankier het belangrijkste. Dit is vaak de eerste externe financier die een bedrijf binnen komt. Vanwege het onderzoek naar agency gedrag is het interessant te weten op welke factoren bankiers sturen. De bankiers die meededen aan het onderzoek onderbouwde hun stelling met de volgende argumenten:

De bankiers geven de volgende criteria op grond waarvan men vertrouwen gunt:

- Openheid. "Vertelt hij niet alleen maar hallelujaverhalen. Is de ondernemer bereid alles met je te delen zodat er een vertrouwensrelatie van twee kanten ontstaat?"

- Voelt een ondernemer zich moreel verplicht de bank goed te informeren?
- Onderbuikgevoel, intuïtie. Soms zijn er ook signalen: "Als een ondernemer bijvoorbeeld zijn accountant in Groningen heeft, zijn notaris in Amsterdam en onderneemt in Tilburg. Dan vraag je je wel af waarom".
- Reputatie, 'men kent elkaar'.
- Door te praten met andere ondernemers, afnemers, leveranciers.
- Door - indien bekend - privé-gedrag mee te wegen; is het bekend dat iemand een alcoholprobleem heeft bijvoorbeeld.
- Bij familiebedrijven wordt heel specifiek naar het opvolgingsvraagstuk gekeken.

Hier uit blijkt dat corporate governance in het MKB een concrete en toepasbare benadering nodig heeft. De concrete vraagstukken die naar voren kwamen uit het rapport "Small Business Governance" waren:

1. Personeelsbeleid. Hoog ziekteverzuim, weinig draagvlak, niet-constructief, ontduikend of zelfs saboterend gedrag van personeel vormt een groot (financieel) risico.
2. Groei. Een onderneming kan de directeur-groootaandeelhouder 'boven het hoofd' groeien waardoor hij het overzicht en de grip op de onderneming verliest.
3. Opvolging. De directeur kan bijvoorbeeld plotseling komen te overlijden. "Als DGA ben je slechts passant, de continuïteit van het bedrijf staat voorop, daarom moet je ook zorgen dat er iets geregeld is als jij wegvalt."
4. Balans vinden tussen nemen en mijden van risico's Hoe vind je het evenwicht tussen risico nemen en risico mijden? Een controller zegt hierover: "Je eerste belang is de continuïteit van het bedrijf. Het lastige is de grens te herkennen en weten wanneer je daar overheen gaat."
5. Machtsblokken en belangenverstrengeling. Bedrijven functioneren meer en meer in een mondiaal netwerk met verschillende bedrijven in verschillende landen. Een controller geeft aan: "Als een DGA van een bedrijf ook nog eens Commissaris is bij een toeleverancier kunnen er machtsblokken ontstaan." Ook worden er voorbeelden gegeven van belangen- en rolverstrengeling binnen familiebedrijven.
6. Internationale verschillen in de betekenis van goed bestuur. Het feit dat corporate governance door cultuur bepaald wordt speelt een rol als bedrijven in een sterk internationale context opereren. Een directeur zegt hierover: "Wat wij onder 'goed bestuur' verstaan kan voor buitenlandse bedrijven iets heel anders zijn. Zo speelt in Japan gezichtsverlies een veel grotere rol dan financieel verlies."

Voor de link die onderzocht wordt zijn niet al deze punten van belang. We willen extra aandacht schenken aan de punten die raken aan wat in de literatuur agency gedrag genoemd wordt. Voornamelijk het agency gedrag dat kan voorkomen tussen directie en eigenaren of voor het MKB logischer, tussen financiers en DGA. Als dit criterium toegepast wordt blijven allen de punten 2 t/m 4 over. Deze zullen we dan ook verder bekijken en kijken welke mechanismen in stelling worden gebracht om deze risico's in te perken. Alle deelnemers aan het

onderzoek van het EIM zijn het erover eens dat directeuren van middenbedrijven vaak een eenzame positie hebben en daarom vooral behoefte hebben aan kritische adviseurs in de zin van mensen die als klankbord kunnen functioneren en sparringpartners. De bankiers geven aan dat ondernemers "door de aard van het beestje" soms een onbegrensd geloof hebben in hun eigen kunnen. "Daar zijn het ondernemers voor." En daardoor begrijpen ze niet dat banken soms risico's zien. Zij vinden het moeilijk een dergelijk advies over een risico ter harte te nemen, omdat zij risico's vooral als kansen lijken te zien. Voor bedrijven in alle grootteklassen geldt dat accountants en boekhouders het vaakst worden geraadpleegd als kritische adviseurs door MKB-ondernemers (47%) (zie tabel). De boekhouder en/of de accountant zijn voor veel kleine ondernemers niet alleen de opsteller van de jaarrekening, maar ook vraagbaak en vertrouwenspersoon. Vanwege zijn kennis van organisatorische, juridische en fiscale zaken schakelen ondernemers hun accountant ook vaak in als externe adviseur. Maar welke andere adviseurs hebben DGA's in het MKB? Kijkend naar de 4e kolom in het onderzoek van het EIM komt naar voren dat partners belangrijke adviseurs zijn, gevolgd door klanten, vrienden en kennissen. Wat hier meteen opvalt, is dat geen van deze partijen, behalve eventueel de partner, een groot financieel belang heeft. Ook opvallend is de kleine rol die banken, raad van commissarissen, aandeelhouders en andere financiers spelen als kritische adviseur. Als men echter alle kolommen bekijkt is er wel sprake van een vorm van formalisatie. Op basis van Frentrup's theorie (2002, p. 42) Hij constateert echter dat de economische motivering van deze toezichthouders niet aantoonbaar is: "Indien zij zelf geen aanzienlijk aandelenbelang vertegenwoordigen geldt voor hen immers een agency-probleem vergelijkbaar met dat van managers." Zou je kunnen zeggen dat deze adviseurs de nodige economische motivering missen. De vraag die nu opkomt, is zijn er partijen die een aanzienlijk aandelenbelang vertegenwoordigen? En zo ja, wie zijn deze partijen. Wederom uit onderzoek van het EIM komt het volgende naar voren. Hieruit blijkt al dat meerdere aandeelhouders in het MKB niet erg voor de handliggend is. Echter als er wel meerdere aandeelhouders zijn is het wel interessant om te weten wie deze zijn. Uit de volgende tabel blijkt dat aandeelhouderschap zich voornamelijk in het management concentreert. Hoe de directie opgebouwd is, de taakverdeling, is echter niet bekend.

Wie zijn deze kritische adviseurs? (%)

	1-9 wp (N=576)	10-49 wp (N=375)	50-99 wp (N=149)	MKB 1-99 wp (N=1100)
personeel	7	12	14	8
accountant, boekhouder	47	51	45	47
Raad van Commissarissen	0	4	9	1
aandeelhouders	1	4	5	2
bank, andere financiers	5	7	7	5
hoofdkantoor, eigenaar van het bedrijf	2	3	9	2
andere (collega-)ondernemers	16	16	19	16
klanten	6	3	2	6
partner, familieleden	23	13	9	22
vrienden en kennissen	14	10	7	13
zichzelf	1	0	0	0
maatschappij	1	2	0	1
anders	21	31	37	23
weet niet/wil niet zeggen	0	0	0	0

Bron: EIM, MKB-Beleidspanel, 2005.

**Figuur 3**

Hoeveel aandeelhouders heeft uw bedrijf? (%)

	1-9 wp (N=104)	10-49 wp (N=107)	50-99 wp (N=67)	MKB 1-99 wp (N=278)
één aandeelhouder	40	35	27	37
meerdere aandeelhouders	60	61	68	62
weet niet	0	4	5	1
	100	100	100	100

Bron: EIM, MKB-Beleidspanel, 2005.

**Figuur 4**

## II.IV Conclusie

De onderstaande tabel geeft duidelijk weer wat de verschillen zijn tussen MKB bedrijven en beursgenoteerde bedrijven. De voornaamste conclusie is dat het orgaan dat toezicht houdt zijn oorsprong vindt uit een partij die een verantwoordingseis verlangt. Deze ontbreekt vaak in het MKB. Mocht er wel spraken zijn van externe financiering dan is deze in de eerste plaats van banken afkomstig. Financiering op andere manieren komt in het mkb niet bijzonder vaak voor. Wat echter belangrijk is in de relatie ten opzichte van banken en andere financiers is wederzijds vertrouwen. Aanbevelingen om dit te bevorderen zijn:

- Zorg voor een snelle, volledige en correcte informatiedoorstroming naar de bankier.
- Gebruik de boekhouding van uw onderneming als een strategisch instrument bij de bedrijfsvoering.
- Maak een regelmatige update van het financiële plan dat de onderneming bij de oprichting van de vennootschap diende op te stellen.
- Maak een duidelijk onderscheid tussen de middelen van de onderneming en het privé-vermogen van de ondernemer.
- Correcte financiële informatie vergroot de geloofwaardigheid en aantrekkingskracht van de onderneming.

Wat verder blijkt is dat de kritische adviseurs in het MKB niet bijzonder veel economisch belang hebben in de organisatie. Echter naarmate een bedrijf groeit of een formelere structuur krijgt veranderd ook het type kritische adviseur. Verder is het interessant om te zien hoe klein de rol is die een Raad van Commissarissen speelt in het MKB. Slecht 1 procent van het MKB heeft een dergelijk orgaan. Dit is deels te verklaren vanuit het one-tier begrip. Er zal dan niet vaak een apart orgaan zijn dat specifiek belast is met het toezien op het beleid. Wat echter opvalt is dat er maar zeer zelden een kritische adviseur is opgenomen in de organisatie. In de onderstaande tabel wordt nogmaals een samenvatting en overzicht gegeven van de belangrijkste verschillen in governance structuren tussen het grootbedrijf en het MKB. Hier uit komt duidelijk naar voren dat de toezicht houdende rol voorkomt uit een wens/eis van de partij aan wie verantwoording afgelegd dient te worden. Omdat eigendom en bestuur vaak bij dezelfde persoon liggen is er dus weinig noodzaak voor meer dan de strikt noodzakelijke of wettelijk verplichte toezicht houdende organen.

<i>Governance van niet-beursgenoteerde ondernemingen</i>		<i>Wat staat centraal?</i>	<i>Wie sturen?</i>	<i>Wie zijn intern toezichthouder?</i>	<i>Wie leggen verantwoording af?</i>	<i>Aan wie wordt verantwoording afgelegd?</i>
	<i>Soort bedrijf?</i>					
Corporate Governance	Grootbedrijf	taken en rollen van en relaties tussen aandeelhouders, bestuurders en toezichthouders	RvB, daaronder managers, waarvoor 'internal governance' vraagstuk	RvC, toezichtsperspectief vanuit aandeelhouders en stakeholders	RvB + RvC	Aan diegenen die een legitieme eis daartoe hebben (AvA, OR) en/of aan wie het nodig wordt geacht door de onderneming (stakeholders).
Small Business Governance	MKB	taken en rollen van en relaties tussen directeur (groot)aandeelhouder en stakeholders	D(G)A, nauwelijks managers, 'internal governance' geen apart vraagstuk	meestal afwezig (mogelijke rol voor RvC: toezichtsperspectief vanuit stakeholders, expliciete taak: toezicht op stakeholderrelaties	D(G)A en indien aanwezig de RvC.	Aan diegenen die een legitieme eis daartoe hebben en/of aan wie het nodig wordt geacht door de onderneming (stakeholders, <i>indien aanwezig: aandeelhouders, OR/personeelsvertegenwoordiging of -vergadering</i> )

Bron: EIM/Lectoraat CG, Avans Hogeschool, 2006.

**Figuur 5**



### III. Agency Risk

#### III.I Inleiding in de agency problematiek

Een organisatie wordt vaak gezien als een netwerk van principalen agent-relaties. De basis veronderstelling achter deze relatie is dat deze partijen een belangenconflict hebben. De actoren, zowel de agenten als de principalen, zijn primair gefocust op het zo goed mogelijk behartigen van hun eigen belang. Investeerders en andere bezitters van vermogen hebben niet altijd de capaciteit of tijd om een onderneming zelf te besturen. Tegelijkertijd zijn er managers die niet over genoeg financiële middelen beschikken om een organisatie volledig te financieren. Met het ontstaan van de onderneming als juridisch lichaam, de vennootschap, werd het gemakkelijker om managementtalent en kapitaal met elkaar te verenigen. Een naamloze vennootschap maakt het zelfs mogelijk om meerdere kleine anonieme kapitaalverschaffers aan de onderneming te koppelen. Een zuivere agency relatie wordt gedefinieerd als 'a contract under which one or more persons- the principal(s)- engage another person- the agent- to perform some service on their behalf that involves delegating some decision-making authority to the agent. (M.C. Jensen, A theory of the Firm: Governance) In de meest zuivere agency vorm, wordt een agent opgedragen de principaals belang te behartigen. In Nederland zijn deze vormen niet zo heel vanzelf sprekend. Echter in het anglosaksische gebied zijn de relaties harder en zijn er zelfs voorbeelden van het zuiver agency probleem. Agency problemen zijn niet exclusief voorbehouden aan de principaal-agent relatie. Ze kunnen ook voorkomen tussen principalen (aandeelhouders) onderling. De relatie tussen deze twee partijen staat in deze benadering centraal. De vraagstelling die dan volgt is: De scheiding tussen eigendom en management/beheer geeft aanleiding tot het *principaal-agent*-probleem: hoe kan men erin slagen de agent in belang van de principaal te laten handelen? De principaal-agenttheorie wordt ook wel de agency theory genoemd. Zoals in het vorige hoofdstuk te lezen valt is de rol van het agency risico op het gevoerde corporate governance beleid hetgeen we naar opzoek zijn. Doordat er in de literatuur sprake is van een zuivere agency vorm, geeft dit aanleiding tot het veronderstellen dat ook minder zuivere agency vormen zijn. Dan zou het goed mogelijk kunnen zijn dat de "zuiverheid" van de agency theorie gekoppeld is aan het type financier. Dit geeft aan dat er dus een rangschikking te maken is tussen financierders. De vraag die hieruit voorkomt is natuurlijk, wie zijn deze investeerders of verschaffers van krediet en vreemd vermogen? Tevens is het belangrijk om uit te vinden wat de belangen zijn van deze stakeholders.

#### III.II Agency problematiek

In dit hoofdstuk komt de agency problematiek uitgebreid aan de orde. Zoals in de inleiding aangegeven is ontstaat dit fenomeen als gevolg van de splitsing tussen eigendom en management/beheer. Vanuit de onderzoeksvraag bekeken is het interessant om te weten of er samenhang is tussen de financieringsvorm en het agency gedrag cq. probleem. Om dit goed te kunnen onderzoeken dient de agency theorie helemaal ontleed te worden en toepasbaar gemaakt op het gebied van financierings methoden. De theorie heeft eigenlijk een tweetal basis veronderstellingen. De eerste is dat er in de relatie tussen principaal (opdrachtgever) en agent (opdrachtnemer) beide hun eigen, niet samen vallende doelen, nastreven als gevolg hiervan ontstaat er een belangentegenstelling. De tweede veronderstelling berust op het feit dat de principaal niet genoeg informatie heeft, of niet bij machte is om de doelen en activiteiten van de agent te achterhalen. Dit is een gevolg van de informatie achterstand die een principaal heeft. De agent zit immers dicht op de materie dan de principaal, dit leidt tot een informatie voorsprong. De ondoelmatigheid die vervolgens optreedt is een gevolg van de zogeheten informatie-assymetrie. Deze ondoelmatigheid wordt ook wel *x-inefficiency* genoemd. De agency theorie voorspelt, dat bij het ontbreken van *een counter vailing power* een agent zich maximaal richt

op zijn eigen belang. De Amerikaanse econoom Galbraith waarschuwde enkele tientallen jaren geleden al voor de gevaren hiervan. Hij noemde dit fenomeen *managerial capitalism*, hiermee bedoelde hij te zeggen dat

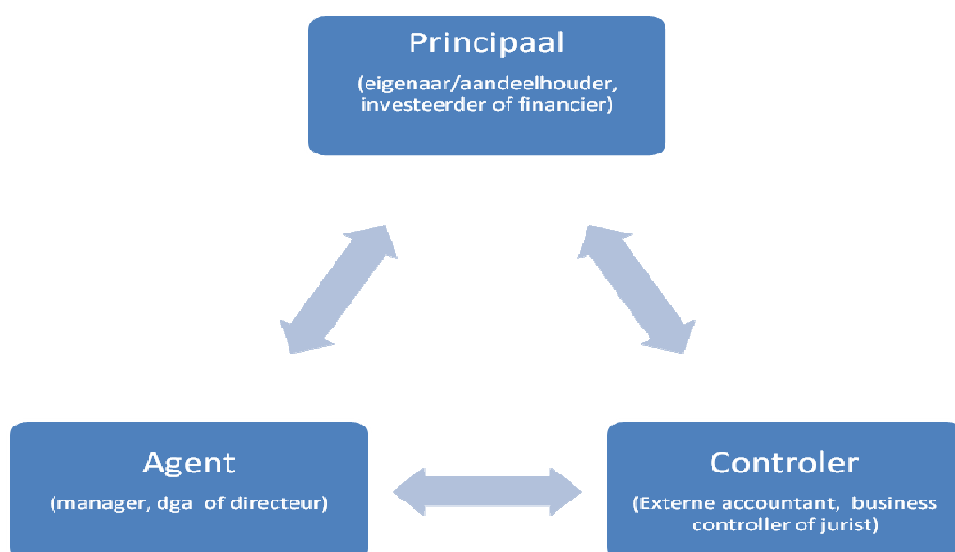
in de praktijk niet de eigenaren de baas zijn maar de managers/het management. Het optimalisatievraagstuk komt voort uit het dilemma waarvoor een principaal geplaatst wordt. Enerzijds probeert hij het gedrag van de agent, via prikkels, zo te leiden dat deze het belang van de principaal dient, anderzijds tracht hij de kosten die hieraan verbonden zijn zo laag mogelijk te houden. Agency kosten bestaan uit de kosten voor het maken van de contracten plus de toezicht-/ monitoringkosten, en de verliezen verbonden aan de overblijvende inefficiënties.

**Agency costs = kosten opstellen contract + kosten monitoring + overige verliezen (als gevolg van de overgebleven inefficiënties)**

De partijen vinden elkaar vervolgens in het sluiten van een overeenkomst waarin voor beide de voorwaarden zo optimaal mogelijk zijn. Men moet echter niet vergeten dat een principaal voortdurend kampt met een informatie achterstand. Tevens is het niet vanzelfsprekend dat er een type beloningscontract bestaat die dit compleet ondervangt. De beide partijen dienen elkaar te vinden in een overeenkomst die de wensen van de principaal in lijn brengt met de *individual rationality* en het eigenbelang van de agent. Het eigen belang komt naar voren in het *incentive compatibility* concept. Het individual rationality aspect komt voor uit het feit dat een agent zich dient te schikken in een 'gezagsrelatie' met de principaal.

**Wensen principaal = Individual rationality + eigen belang**

De individual rationality valt vervolgens in twee componenten uit elkaar. Namelijk de *Rational competency* en het onderdeel waarin de agent zich schikt binnen de gezagsrelatie. In dit verband heeft de principaal bijvoorbeeld belang bij het tot stand komen van goede *accounting- en auditing*-standaarden, evenals bij de certificering van cijfers door externe accountants. Dit zijn vormen van monitoring die onontbeerlijk zijn. Bij toepassingen van de agency-benadering binnen het vakgebied financiering is ook aandacht besteed aan belangenconflicten tussen de financiers onderling, in het bijzonder die tussen eigen- en vreemdvermogenverschaffers (zie Boot en Verheyen, 1997). Als we dit meenemen kunnen we stellen dat de agency-theorie een driehoeksverhouding is tussen de ondernemingsleiding (de agent), het maatschappelijke verkeer (de principaal) en de openbare accountant (de monitor).



**Figuur 6**

Het onderstaande model is oorspronkelijk afkomstig vanuit het riskmanagement. Hoewel het uit een andere economische discipline afkomstig is heeft het zeker toepassingsmogelijkheden in het gebied van de agency theorie. In het licht van de onderzoeks vraag wil ik de agency problematiek koppellen aan dit model zodat we voortaan over agency risk kunnen spreken. Het model zal dan enigszins aangepast worden om zo inzicht te geven in de agency risk die verschillende geldverstrekkers lopen.



**Figuur 7**

De eerste paar boxen spreken voor zich. De Goal & context dienen zo gekozen te worden dat er sprake is van een goed contract waarin er aan de *individual rationality* en *de rational compatibility* eis voldaan is. De overige kosten die voor komen uit het agency dilemma zijn;

- **Monitoring costs, zijn de kosten die de principaal maakt om zijn agent te controleren.**
- **Residual loss , is het verlies voor de principaal omdat zijn agent suboptimale beslissingen neemt.**

Deze komen weer naar voren in het derde vakje. Aan de hand van deze kosten kunnen we namelijk de *likelihood* en de *consequence* analyseren. Het gemodificeerde model komt er dan als volgt uit te zien. Wat ook opvalt, is dat de monitoring box aan de rechterzijde van het model weg is. Zoals we in hoofdstuk twee hebben vastgesteld komt de toezicht houdersrol voort uit de eis van een partij waar verantwoording aan wordt afgelegd (eigenaar of financier). In dit model staat de blauwe kleur voor de principaal en de rode kleur voor het alle handelingen ten opzichte van de agent. Zo is duidelijk zichtbaar dat er overleg is tussen principaal en agent om samen de doelen te formuleren. Vervolgens kan de principaal door het analyseren van de verschillende risico's en deze een waarde gevend, toezien op de naleving van het contract. Overkoepelend hierop is er een derde partij die toeziet op de naleving/handhaving van deze contracten. Tevens is er, om de informatie achterstand van de principaal te beperken, ziet een externe accountant die de het financiële proces bewaakt. De *likelihood* en de *consequence* zijn belangrijke factoren om te bepalen hoe groot het risico is. Zo geeft de *likelihood* aan hoe groot de kans is dat een bepaalde gebeurtenis gaat voorkomen en geeft de *consequence*

aan wat de gevolgen zijn. De factor van deze twee zaken geeft het economische risico weer van deze factor. De som van alle overzienbare factoren kan dan weer het economische risico van de onderneming weergeven.



**Figuur 8**

### III.III Samenhang tussen financierings vormen en agency risk.

Neem de volgende ondernemer eens in gedachte. Een bevolgen, jonge, enthousiaste ondernemer met een goed idee heeft al zijn/haar eigen geld in de zaak maar nog steeds niet genoeg voor de start-up of voor een belangrijke uitbreiding. Inmiddels is er al, tevergeefs, bij zijn familie, vrienden en kennissen aangeklopt. Vroeger kon je dan alleen nog maar bij de bank aankloppen. Werkte een bank niet mee, dan moest de ondernemer het verder maar zelf uitzoeken en succesvol zijn met een te klein vermogen. Aan het eind van de jaren zeventig ontstonden er particuliere participatiemaatschappijen. Deze particuliere participatiemaatschappijen waren bereid risicodragend vermogen in een onderneming te steken. Dit type informel investeerder is inmiddels uitgegroeid tot een fenomeen van betekenis. Om aan te geven hoe deze financiers zich verhouden tot de wat meer traditionele financiers, is op dit moment misschien wel handig om een rangschikking te maken. Tevens is het belangrijk om te weten wat deze financiers verwachten uit de business deal en hoe ze hun risico analyseren en bepalen. Zo zal een bank een jongen ondernemer heel anders aanschouwen dan zijn vrienden en familie. Het overwinnen van het "vertrouwens gat" is een van de belangrijkste dingen om financiering te verkrijgen en tevens belangrijk voor de voorwaarde waarop deze financiering tot stand komt. Banken redeneren vaak als volgt: zonder verleden geen heden, zonder heden geen zekerheden en zonder zekerheden geen toekomst... En naarmate de zekerheden minder worden lopen de kosten/rente, op. Er is dus een grootte hoeveelheid verstrekkers van vermogen. Deze zijn grofweg op te delen in 2 categorieën verschaffers van vreemd vermogen, banken en leveranciers, en verschaffers van eigen

vermogen. In deze categorie zijn echter nog wel wat onderverdelingen te maken. Ze variëren van zachte lening verstrekkers, familie en vrienden, tot actieve aandeelhouders. Binnen het type aandeelhouders is er dan weer een onderscheid te maken op basis van de doelen die een investeerder heeft bij het deels aangekochte bedrijf.

In het volgende gedeelte wil ik doorgaan met een korte omschrijving omtrent de verschillende financieringsbronnen. Tevens wordt er een korte omschrijving gegeven, zodat we in hoofdlijnen weten wat hun doel is en de meest in het oog springende karakteristieken aan bod komen. Als laatste komt er dan een tabel met daarin een overzicht van beschermende constructies, ownership, zeggenschap en ondernemings doel. Deze helpt dan weer bij het bepalen van het agency risico. Laten we beginnen met de partijen die het dichtst bij de ondernemer staan en van daar uit naar steeds professioneler operende marktpartijen.

Iedere familie of vriendenclub bestaat uit veel verschillende mensen. Van bedreven spaarders, mensen met oud/nieuw geld maar ook succesvolle ondernemers en managers. Deze groep noemen we, de F.F.F. groep genoemd, oftewel founder, friends and family groep. De gemene deler bij dit type financiers is dat men zijn eigen geld investeert. Dit geld kan geërfd zijn, gespaard of keihard voor gewerkt. De bedragen zijn dus navenant, maximaal honderd duizend euro. Je familie en vrienden kennen je al jaren lang, daardoor weten ze aan je hebben en doen ze meestal geen due diligence/onderzoek naar je achtergrond of de markt waarin je wil/in opereert. Ze financieren een bedrag en vragen daarvoor bijna niets terug. Echter, als ze ervaring hebben in de branche waarin je opereert kunnen ze gevraagd en ongevraagd advies geven. De beslissing om to financiering over te gaan kan heel snel gaan, maximaal een paar dagen. Mocht het vervolgens mis gaan met je bedrijf zullen ze niet heel snel ingrijpen en hun eigen geld veilig willen stellen. Echter een faillissement zet de relatie wel onder druk.

In hoofdstuk 2 hebben we al eens vastgesteld dat er een groot verschil in denken is tussen ondernemers en bankiers. Waar een ondernemer een eeuwige optimist is, leek een bankier vaker op de eeuwige pessimist. Dit is deels te verklaren uit hun werk gebied, een ondernemer zal keer op keer een klant moeten overtuigen, terwijl een bankier vooral wil voorkomen dat hij geld verliest door een faillissement van een zijn klanten. De main focus van een bank ligt op het verleden, de geschiedenis van een ondernemer en zijn onderneming, minder op de toekomst. Een bank verdient een marge die gelijk is aan de rente op het uit geleende geld. Een bank zal voert een due diligence uit naar de achtergrond van de ondernemer en zijn onderneming. Vragen referenties op, analyseren de financiële historie van het bedrijf en de uitwinbaarheid van zekerheden. Een bank zal namelijk alles in het werk stellen om het geleende geld terug te halen. Gedwongen verkoop via veilingen is een veel gebruikte manier. De reactie tijd is afhankelijk van de exposure van de bank en kan oplopen tot enkele weken. Banken lenen geld uit en vragen rente en aflossing. Zij werken vaak met standaardcontracten waarbij je slechts kan onderhandelen over het rentepercentage, het aflossingsschema en de provisies. Banken bemoeien zich niet met de bedrijfsvoering, echter een periodiek update wordt wel altijd op prijs gesteld.

Een bron van financiering die in Nederland niet zo bekend is, is het fenomeen business angels. Business Angels zijn vaak succesvolle zakenmensen die hun (eigen-)geld herinvesteren. Doordat het vaak om het persoonlijke vermogen van de ondernemers gaat maakt dit ze emotioneel betrokken. Business angels investeren vaak enkele tonnen in een onderneming. Bij het investeren is het terug geven van kennis en ervaring hun belangrijkste drijfveer. Ze managen heel erg hands-on en zijn dus heel erg betrokken bij het bedrijfsproces. Tevens investeren ze voor een behoorlijke termijn, vaak een jaar of 10. Ze willen voornamelijk iets doen dat nieuw en spannend is, rendementen/winsten zijn minder belangrijk. Hierdoor investeren ze vaak in kleine, inventieve bedrijven en start-ups. Een bijkomend voordeel is dat ze een groot netwerk meenemen. Beslissingen om te investeren kunnen heel snel genomen worden, het gaat om de persoonlijke klik met de ondernemer. Echter de afspraken die gemaakt worden zijn een stuk gestructureerder dan bij de F.F.F's. Deze zijn vaak in de trant van vetorechten, bescherming van hun minderheidsbelang en een bescherming tegen een verwatering, als gevolg van extra investeerders, van hun belang. Tevens hebben business angels ook een geplande exit strategie.

Een volgende groep investeerders zijn de corporate venturers. Dit zijn grotere succesvolle niet-financiële bedrijven met een cash overschot, die investeren in bedrijven buiten de groep. Er bestaan 2 type corporate

venturers, actieve en passieve. Actieve corporate ventures operen vaak als een soort van incubator. De belangrijkste achterliggende gedachte van een corporate venturer is strategisch: marktverkenning naar bijvoorbeeld nieuwe producten of “businessmodels”, winst maken komt pas op de 2<sup>e</sup> plaats. Het is belangrijk om te realiseren dat actieve corporate venturers vaak meer investeren in de technologie of het gedachten goed dan in de ondernemer. Om die reden investeren corporate venturers in bedrijven die actief zijn in markten die buiten maar wel in de buurt van hun eigen markt liggen. Passive corporate venturers kunnen op twee manieren investeren, direct of indirect. Als de investering direct gebeurt dan partneren ze samen met een investeringsmaatschappij per deelneming. Mocht de investering indirect van aard zijn, dan participeren ze in een fonds dat gerund wordt door een investeringsmaatschappij. Een corporate venturers zijn vaak passief bij het vinden van exit strategieën en blijven vaak nog betrokken bij een onderneming nadat een investeringsmaatschappij is uitgestapt. Doordat corporate ventures vooral in gerelateerde markten investeren is de due diligence voornamelijk intern gericht (op de ondernemer). De deal structuur is redelijk ongecompliceerd. Ze kopen een belang, vaak via aandelen, in je onderneming. Er kan meer geïnvesteerd worden als je bepaalde doelen haalt. Mocht de onderneming een succes blijken dan wordt deze vaak in zijn geheel gekocht.

De laatste financierings bron is waarschijnlijk het meest bekend. Er is literatuur genoeg over de zogenaamde venture capitalist. Venture capital is aan het begin van de vorige eeuw ontstaan in Amerika. Dit was een gevolg van rijke families die gingen investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven buiten hun eigen familie conglomeraten. Hierdoor werd voor het eerst onderscheid gemaakt tussen management en eigendom van bedrijven. Dit was nog niet vertoond door business angels. Tegenwoordig investeren venture capitalist met het geld van institutionele beleggers. Deze beleggers beleggen in fondsen die beheerd worden door de venture capitalist. Het doel van de venture capitalist is het maken van winst, sterker nog het genereren van zoveel mogelijk cash voor zijn aandeelhouders staat boven aan de prioriteitenlijst. Om dit te bereiken helpen ze ondernemers of het management, cashgenerende en verkoopbare onderneming op te bouwen. Ze richten, of willen dat de ondernemer, zijn onderneming zo inricht dat snelle groei mogelijk is. Snelle groeiers worden namelijk hoger gewaardeerd daarnaast zijn venture capitalist van mening dat “de aanval de beste verdediging is”. Men is de mening toe gedaan dat je competitief voordeel kan behalen ten opzichte van je concurrenten door sneller te groeien. Door de eisen die venture capitalist stellen werken zij voornamelijk met ervaren ondernemers die zich bewezen hebben, ook bij jonge bedrijven. Ondernemers die succesvol zijn geweest weten wat het is om iets neer te zetten en zouden dat dus ook moeten kunnen met andere producten en/of met andere markten.

Zoals al eerder genoemd investeren venture capitalists tijdelijk, gemiddeld ligt dit zo rond de 5 tot 7 jaar. Na deze tijd moet het bedrijf verkocht worden aan een concurrent of een andere geïnteresseerde partij. In zo een geval, een “trade sale”, cashen de aandeelhouders in een keer. Er is nog wel een klein twee deling binnen het venture capital. Zo bestaat er private equity en venture capital. Het verschil zit in het feit dat bij private equity men op zoek is naar een management die een bedrijf kunnen uitbreiden. Bij venture capital zoekt men naar ondernemers die een bedrijf van de grond af aan kunnen opbouwen.

De meest voorkomende eisen van venture capitalists zijn:

- 1. vetorecht voor belangrijke beslissingen (zoals investeringen vanaf een bepaalde omvang, fusies en overnames of belangrijke personele veranderingen)**
- 2. bescherming van hun minderheidsbelang bescherming tegen verwatering van hun belang (bij nieuwe investeerders)**
- 3. een plaats in de Raad van Commissarissen**
- 4. een schema van informatievoorziening van management aan aandeelhouders**
- 5. duidelijke exit strategie: controle over de verkoop van de onderneming.**

In schema vorm komt ziet het er dan ongeveer uit zoals weergegeven in de onderstaande tabel. In de vorige paragraaf hebben we bij de analyse van het agency risk niveau vastgesteld dat dit bestaat uit de likelihood dat een gebeurtenis zich gaat voordoen en de consequentie die een bepaalde uitkomst met zich meebrengt. Dit is weergegeven in de meest rechter kolom van de tabel.

Tabel 1

Type financier	Ondernemings doel	Zeggenschap	Beschermende maatregelen	Agency risk
Friends, Family en Founder	Helpen van een vriend of familie lid.	Blijft bij de ondernemer	Geen, eventueel advies geven.	Inleg * P(failure)  Persoonlijke relatie
Banken	Rente ontvangen over uitstaande som.	Blijft bij de ondernemer, alleen bij dreigen faillissement wordt er ingegrepen.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Onderpand.</li> <li>• periodiek business updates</li> </ul>	Uitstaande lening(exposure) * P(failure) – opbrengsten uit gedwongen verkoop  Kosten due diligence
Business Angels	Iets nieuws proberen en kennis overdragen op de nieuwe jonge generatie. Investeren vaak in start-ups in voor de angel nieuwe sectoren.	Deel van de zeggenschap wordt verlegd, bijv. Door veto recht.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Veto recht.</li> <li>• Bescherming van het minderheids belang.</li> <li>• Bescherming tegen verwatering van het belang door intrede extra investeerders.</li> </ul>	Geinvesteerd vermogen * P(allure)  Reputatie verlies  Loss best alternatieve
Corporate Ventures	Uitbreiden naar nieuwe maar gerelateerde markten. Voornamelijk geïnteresseerd in nieuwe technologieën. Met als uiteindelijk doel, koop van de onderneming.	Bedrijfsvoering komt bij de corporate venture te liggen.  Onderzoek/ontwikkeling wordt geleid door ondernemer	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kopen aandelen in het bedrijf.</li> <li>• Netwerk van de investeerder.</li> <li>• Commissaris in de RvC.</li> <li>• Plaats in de investerings commissie</li> <li>• Extra investering na behalen van gestelde doelen.</li> </ul>	Geinvesteerd vermogen * P(failure)  Kosten management team.  Kosten van contracten tbv agency risico's  Kosten due

<b>Venture Capital</b>	Investeren in niet beursgenoteerde bedrijven met als doel zo'n hoog mogelijk cash rendement te behalen voor haar aandeelhouders.	Inbreng van eigen management en mensen.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vetorecht</li> <li>• bescherming van minderheidsbelang</li> <li>• Bescherming tegen verwatering v. het belang door intrede extra investeerders.</li> <li>• een plaats in de Raad van Commissarissen.</li> <li>• schema van informatievoorziening tbv aandeelhouders.</li> </ul>	<p>diligence</p> <p>Geïnvesteerd vermogen * P(failure)</p> <p>Kosten management team.</p> <p>Kosten van contracten tbv agency risico's</p> <p>Kosten due diligence</p> <p>Slechte verkoopbaarheid.</p> <p>Reputatie verlies</p>
------------------------	--	---	--	---

### III.IV Conclusie

In het afgelopen hoofdstuk hebben we een framework geïntroduceerd ten behoeve van de agency risk analyse. Hier is uit naar voren gekomen dat agency risk bestaat uit de likelihood dat een gebeurtenis zich voordaat maal de consequence die deze gebeurtenis heeft. In de tabel hierboven is dat omschreven als geïnvesteerd vermogen (consequence) \* P(failure). Verder is duidelijk geworden dat er acties ondernomen kunnen worden om het agency risico terug te brengen. Hier zijn echter kosten aan verbonden deze bestaan uit, contractingcosts, monitoringcosts en de residual loss. Het is aan de verschaffer van vermogen of investeerder op dit zo optimaal mogelijk te doen. Kosten vs controle. Verder is het te zien dat naarmate het agency risico oploopt ook de beschermde maatregelen toenemen. Dit is tevens waarneembaar naarmate er duidelijker doelen gesteld worden. In de vorige hoofdstukken zijn we uitgebreid ingegaan op de verschillende governance vormen en de organen die belast zijn met het controleren, sturen en het orgaan waaraan verantwoording moet worden afgelegd. We zijn tot de conclusie gekomen dat de noodzaak voor een controlerend orgaan voortvloeit uit de wensen van stakeholders aan wie verantwoording afgelegd dient te worden. Dit is een gevolg van de scheiding tussen eigendom en bestuur cq. management van een organisatie. Het is belangrijk om de quote van de Amerikaanse econoom Galbraith: Hij stelde dat bij het ontbreken van een counter vailing power een agent zich maximaal richt op zijn eigen belang. De term die hij hiervoor bedacht was managerial capitalism, hiermee bedoelde hij te zeggen dat in de praktijk niet de eigenaren de baas zijn maar de managers/het management. Als gevolg hiervan ontstaan er constructies om dit tegen te gaan. Bij het aangaan van constructies om agency gedrag in te dammen is het belangrijk om te realiseren er hier sprake is van een optimalisering vraagstuk. Het is namelijk een balans vraagstuk tussen de kosten om agency gedrag in te dammen en de kosten die daar tegen overstaan.



## **IV. Compliance en conformance**

### **IV.I Inleiding**

In de vorige hoofdstukken is eruitgebreid ingegaan op de verschillende governance vormen en de organen die belast zijn met het controleren en sturen. Daarnaast bestaat er een orgaan waaraan verantwoording moet worden afgelegd. We zijn tot de conclusie gekomen dat de noodzaak voor een controlerend orgaan voortvloeit uit de wensen van stakeholders aan wie verantwoording afgelegd dient te worden. Bij het bestuderen van het governance probleem is het belangrijk te realiseren over welke vorm we spreken. Tot nu toe is alleen de performance factor besproken. De stakeholders willen een zekere mate van inzicht om vast te kunnen stellen hoe de onderneming, en hun belang daarin, er voor staat. Het zogenaamde agency risico. Dit is in het vorige hoofdstuk uitgebreid besproken. Dit is het in kaart brengen van factoren die het vermogen, van een organisatie, om doelen te bereiken negatief beïnvloeden. Bij het aangaan van constructies om agency gedrag in te dammen is het belangrijk te realiseren er hier sprake is van een optimalisering vraagstuk. Het gaat om het vinden van de balans tussen de mogelijkheden om agency gedrag in te dammen en de kosten die daar tegenoverstaan. Om dit mogelijke te maken is er in hoofdstuk 3 een schema (tabel 1) geïntroduceerd waarmee stap voor stap toekomstige agency problemen geanalyseerd kunnen worden en vervolgens continu aangepast ten behoeve van de situatie. Echter governance bestaat uit meerdere componenten. Governance richt zich op het inrichten van processen en controls onder supervisie van de stakeholders. Het is in principe het vinden van de balans tussen efficiency en winstrealisatie ten opzichte van risico management en compliance/confomance aan de andere kant. Het bestaat dus niet allen uit de tot nu beschreven, managen en in kaart brengen van risico's. Compliance is tevens een wezenlijk onderdeel van het effectief inrichten en uitvoeren van governance concepten. Zeer dicht tegen het compliance principe ligt het conformance begrip. Deze komt vanuit de directe omgeving zelf. Vaak van de (mede-) financiers in de organisatie. Conformance is het best te omschrijven als het toezicht houden op de organisatie. In het mkb komt men met beide partijen in aanraking. De kosten die bij het rapporteren en beheersen van deze onderdelen komen kijken zijn zeer fors. Zeker in het mkb waar ze in verhouding veel hoger zijn. In het vorige hoofdstuk werd het performance gedeelte besproken, in dit hoofdstuk richten we ons op het compliance en conformance vraagstuk. Als gevolg hiervan komt de vraag naar voren of deze 2 variabelen aan elkaar gelinkt zijn. En mocht er een link is hoe wij deze gaan beschrijven en inzichtelijk maken.

### **IV.II Van compliance naar conformance.**

Door invoering van de Code Tabaksblat werd de Nederlandse corporate governance naar een hoger plan getild. Bedrijven in Nederland krijgen een incentive, onder andere door het comply or explain beginsel, om na te denken over hun corporate governance structuur. Er is echter nog steeds onvoldoende aandacht voor goede corporate governance. Tevens zijn er onderzoekers die de mening zijn toegedaan dat de beginselen en ideeën achter de code Tabaksblat onvoldoende aandacht krijgen. Er bestaan grote verschillen in de mate van naleving van corporate governance codes. Voornamelijk omtrent de naleving op het gebied van de compliance. Het is lastig om een mate van compliance te weer te geven. Het is niet mogelijk om een objectieve maatstaf weer te geven. Het is echter wel mogelijk om een mate van acceptatie te omschrijven. Om te bepalen in welke mate de ontwikkelde codes geïmplementeerd zijn, volg ik het voorbeeld van mr. R.D. Maas in zijn artikel Corporate governance: Noblesse Oblige of boxticking onderscheid hij onderscheid vier fases, te weten:

**1) Bewustwording;**

**2) Box ticking;**

**3) Box ticking met comply or explain**

**4) Apply or explain en volledige implementatie van corporate governance.**

Het woord compliance oftewel naleving is op verschillende manieren te interpreteren. De mate waarin een code wordt nageleefd is niet alleen afhankelijk van het wel of niet naleven van de principes die een corporate governance code oplegt, maar ook van het gebruik van het idee achter die principes. Hoewel toezichthouden en verantwoording afleggen vooral op initiatief van de stakeholders komt vervullen juist de bestuurders een bepalende rol daarin. Hoe een bestuurder behoort te handelen is namelijk minder grijpbaar dan hetgeen een bestuurder doet in bepaalde omstandigheden. Het laatste is zichtbaar in gedrag en de effecten van dat gedrag en wordt getoetst aan principes en regels, compliance dus. Het eerste gaat over persoonlijke opvattingen en is lastiger aan te duiden. De opvatting van de bestuurder zelf over hoe hij behoort te handelen zijn belangrijk. En die opvatting bepaalt de mate waarin de bestuurder zich laat leiden door de idee achter corporate governance.

### **Bewustwording**

In de bewustwordingsfase wordt het bedrijfsleven zich ervan bewust dat er een noodzaak is voor het organiseren van een corporate governance structuur. Dit kan een directe aanleiding hebben of een gevolg zijn van internationale ontwikkeling. De bewustwordingsfase eindigt met het opstellen van een corporate governance code.

### **Box ticking**

In deze fase is er een corporate governance code, maar de naleving daarvan is onvoldoende gewaarborgd. Het bedrijfsleven ziet de noodzaak van de code in maar doet onvoldoende moeite om een corporate governance cultuur in de onderneming te realiseren. Zij krijgen daarvoor vanuit de code ook geen impuls. Dit resulteert in zogenaamd box ticking ofwel afvinkmentaliteit. De code bevat principes en concrete best practices bepalingen. Ten behoeve van het jaarverslag worden die bepalingen langsgelopen en afgevinkt. Waarmee de naleving, althans op papier, een feit is. De realiteit hoeft niet hetzelfde te zijn.

### **Box ticking met comply or explain**

Deze fase is de afdwingbaarheid van een corporate governance code beter geregeld. Door het comply or explain principe zijn bedrijven gedwongen na te denken over hun corporate governance structuur. Wel is er in bepaalde mate nog steeds sprake van box ticking omdat bedrijven moeten nadenken en rapporteren over of zij de code naleven, maar in mindere mate hoeven aan te geven hoe zij principes van de code in de dagelijkse gang van zaken gebruiken. Kort gezegd: de code wordt nageleefd, maar de beginselen en ideeën achter de code worden nog onvoldoende geïncorporeerd in de dagelijkse gang van zaken binnen de onderneming. Door dat er langer over na gedacht wordt over de structuur komt ook de compliance realisatie in beeld. Door de verhoogde aandacht aan de governance structuur wordt de verslaggeving naar een controlerend orgaan makkelijker implementeerbaar en overzichtelijker.

### **Apply or explain en volledige implementatie**

In deze fase wordt een corporate governance code niet alleen nageleefd, ook zijn de beginselen en ideeën achter de code geïncorporeerd in het bedrijfsleven. Deze beginselen wegen mee in iedere beslissing binnen de onderneming. Natuurlijk geldt daarbij het comply (apply) or explain beginsel, zodat een niet-naleving van de code en de beginselen daarachter ook gerechtvaardigd kan zijn.

De bovenstaande gradatie in naleving met de corporate governance gedachte geeft de mogelijkheden bedrijven te kunnen rangschikken naar mate van compliance aan bijvoorbeeld de code Tabaksblad. Dit is echter pas het begin. Dit is het startpunt om aan de vier verschillende vormen een aantal organisatorische elementen te koppelen. Hierbij moet een ding niet uit het oog verloren worden. Governance is niet een single-track begrip. Corporate governance moet dan ook gezien worden als het overkoepelend geheel over risk management/(firm)performance en compliance/comformance. Het belangrijk om een verband weer te geven tussen de mate van compliance en het "risk management besef". Dit geeft namelijk weer hoe ver het

corporate governance denken ontwikkeld is. Hoewel deze gradatie in eerste instantie een niveau in compliance aangeeft is het direct te vertalen naar een vorm van conformance. De mate waarin er direct toezicht gehouden kan worden geeft aan hoeveel noodzaak er is voor compliance. De groter de "afstand" tussen het sturende orgaan en de aan te verantwoorde partij. De meer redene en noodzakelijkheid voor een controllerend orgaan. Verder is het ook belangrijk om te realiseren waarom deze codes ooit in het leven zijn geroepen. Sommige ondernemings vormen, bijvoorbeeld venture capitalist, bezitten een eigenschap die niet altijd goed hoeft te zijn voor de stakeholders. In het vorige hoofdstuk is vastgesteld dat venture capitalist focussen op cashen voor hun aandeelhouders en een zo hoog mogelijke earnings per share nastreven. Het is dan vrij logisch om te veronderstellen dat de beloningsstructuur zo ingericht is dat dit ook bereikt wordt door de managers. Maar is dit ook het beste voor het bedrijf? Wat terdege beseft moet worden is dat er niet alleen een organisatorisch streven naar corporate governance is maar ook een wettelijk streven. Ook hier geldt dus weer een optimalisatie vraagstuk tussen wat is goed en efficiënt voor de principalen en agenten maar, misschien nog wel belangrijker, ook voor de rest van de maatschappij.

#### IV.III Conformance en interne organisatie.

De verdeling van het compliance model heeft alleen waarde als daar organisatorische kenmerken aan gehangen kunnen worden. Tevens moet men zich realiseren dat er een vooruitziende blik gewenst is. Een van de redenen voor onderzoek naar dit onderwerp was het beter in kaart brengen van de governance wensen en verplichtingen voor groeiende organisaties. Een ieder zal beamen dat er voor economische groei verschillende inputs nodig zijn. Ook realiseert men zich dat de organisatie van belang is voor het wel of niet slagen van een onderneming. Dat de selectie van investeerders deels al wordt bepaald door de governance structuur en cultuur is echter minder breed geaccepteerd. Zo kunnen we de vier mate van compliance die hier boven zijn beschreven indelen naar type bedrijf en de eventuele investeerder die hier bij hoort. Om dit te kunnen doen zijn een paar stappen van belang. Men moet weten welke vorm van compliance er gevraagd wordt en vooral al ook wie dit vraagt. Is het de overheid of komt de compliance eis voort uit de financierder(-s). Tevens is het van belang om te weten of dit een financiële grondslag heeft. Met het schema uit hoofdstuk III in gedachte en vooral de mate van inspraak meewegend kan de volgende matrix opgesteld worden. Met de mate van exposure wordt bedoeld welke andere, dan financiële, risico's een investeerder loopt.

Gewenste governance benadering	Geen exposure	Wel exposure
Geen Beleidsmatig zeggenschap	Bewustwording	Box ticking met comply or explain
Wel Beleidsmatig zeggenschap	Box ticking	Apply or explain en volledige implementatie van corporate governance.

**Tabel 2**

Zoals al eerder in dit hoofdstuk ter sprake kwam heeft de verdeling van naar het compliance model alleen zin als er organisatorische kenmerken aan gehangen kunnen worden. Het bovenstaande schema geeft een link weer tussen exposuren en beleidsmatig zeggenschap. Dit, in combinatie met het schema uit hoofdstuk III, geeft ook een verdeling ten opzichte van de verschillende financierings vormen. Deze verdeling ziet er dan ongeveer uit als het onderstaande schema.

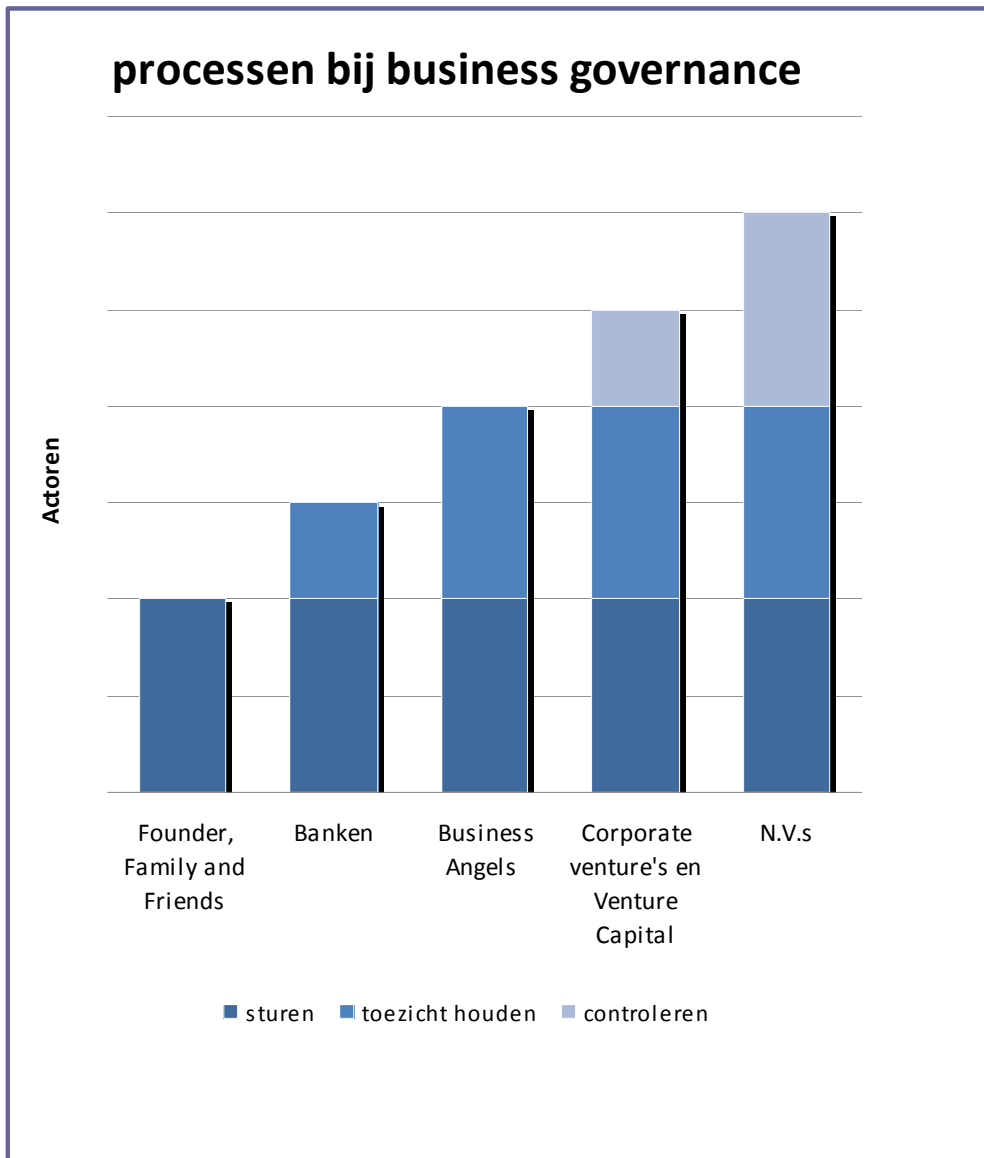
Gewenste governance benadering	Geen exposure	Wel exposure
geen		
Beleidsmatige inspraak	Friends, Family en Founder	Banken
Wel		
Beleidsmatige inspraak	Business Angels	Corporate Venture's en Venture Capital

**Tabel 3**

Terug in gedachte nemend, dat het Corporate governance begrip zoals besproken in hoofdstuk II uit drie hoofd processen bestaat:

- 1. sturen: het formuleren van de strategische richting voor de toekomst van de onderneming op langere termijn en zorg dragen voor de uitvoering hiervan.**
- 2. toezicht: het zich informeren over en houden van toezicht op de prestaties van de bestuurders.**
- 3. verantwoording: verantwoording afleggen aan diegenen die een legitieme eis daartoe hebben.**

Men kan de verschillende compliance gradaties, organisatorische elementen meegeven. In dit onderzoek wordt de nadruk gelegd op de punten die raken aan wat in de literatuur agency gedrag genoemd wordt. Vooral het agents gedrag dat kan voorkomen tussen directie en eigenaren of voor het MKB logischer, tussen financiers en DGA. In de conclusie van hoofdstuk III kwam naar voren dat de toezicht houdende rol voorkomt uit een wens/eis van de partij aan wie verantwoording afgelegd dient te worden. Omdat in sommige organisaties vormen eigendom en bestuur vaak bij dezelfde persoon liggen is er dus weinig noodzaak voor meer dan de strikt noodzakelijke of wettelijk verplichte toezicht houdende organen. Vormen van controlerende raden komen voort uit de aanwezigheid van een partij een verantwoordingseis verlangt. Hoewel we ons voornamelijk bezighouden met MKB dient er voor de volledigheid van het schema ivm de hoofdprocessen binnen een organisatie toch kort rekening gehouden te worden met de N.V. als bedrijfsvorm. In schema vorm komt het er ongeveer als volgt uit te zien. Op de x-as staat aangegeven met wat voor type aandeelhouders de organisatie vorm te maken heeft. Vervolgens staat op de y-as hoeveel van de bovengenoemde corporate governance begrippen zijn vertegenwoordigd in deze organisatie vormen.



**Tabel 4**

#### IV.IV Conclusie

In het afgelopen hoofdstuk is de link gelegd tussen de financieringsvorm van een onderneming en de gewenste cq vereiste vorm van conformance. Deze link is tevens waarneembaar naarmate er duidelijker, beter meetbare (ondernemings-) doelen worden gesteld. In de vorige hoofdstukken zijn we uitgebreid ingegaan op de verschillende governance vormen en de organen die belast zijn met het controleren, sturen en het orgaan waaraan verantwoording moet worden afgelegd. We zijn tot de conclusie gekomen dat de noodzaak voor een controlerend orgaan voorkomt uit de wensen van stakeholders aan wie verantwoording afgelegd dient te worden. Dit is een gevolg van de scheiding tussen eigendom en bestuur cq. management van een organisatie. De principaal agent rol is tevens van belang. Er moet namelijk rekening gehouden worden met het feit dat rationele agenten hun tijd minder efficiënt, zakelijk gezien, zullen besteden als de beloning niet klopt. Men moet tevens rekening houden met het feit dat het een meerdere periode spel is. Acties vandaag bepalen je onderhandelings positie morgen. De

gekozen Governance structuur heeft implicaties voor de creatie van waarde binnen de onderneming omdat het de mate en de verdeling van risico bepaald. De bedoeling van een goede structuur is dat de risico's komen te liggen bij de mensen die hier het minst problemen mee hebben. De grootte/hoeveelheid van de "blokken" geeft aan hoe groot de rol is van de organen. Hier uit valt waar te nemen dat de hoeveelheid organen toenemen naarmate de:

- informatie asynetrie toeneemt .
- de coördinatie kosten toenemen.
- en de "alignment" tussen partijen afneemt.

Doordat governance bedoeld is om waarde creërend gedrag te verhogen terwijl het niet-waarde toevoegende activiteiten probeert te verminderen, veranderd deze hierdoor van vorm.

## V. Conclusie's en verderonderzoek

### V.I Conclusie

Het beging punt van dit onderzoek was het zoeken naar een verband tussen organisatie vormen en de mate van agency risico. Dit kwam tot uitdrukking in de onderzoeksvraag: Welke risico's die stakeholders in het MKB lopen bepalen de noodzaak van corporate governance structuren in het MKB-bedrijf? De achterliggende gedachte is de "different governance structures for different levels of agency risk" benadering. Om deze benadering te kunnen onderzoeken is er uitgegaan van een drie krachten model. Er zijn namelijk drie partijen die invloed uitoefenen op een organisatie. In de vorige hoofdstukken zijn we uitgebreid ingegaan op de verschillende componenten van governance en de organen die belast zijn met het controleren, sturen en het orgaan waaraan verantwoording moet worden afgelegd. Daarnaast zijn we tot de conclusie gekomen dat de noodzaak voor een controlerend orgaan voortvloeit uit de wensen van stakeholders aan wie verantwoording afgelegd dient te worden. Dit is een gevolg van de scheiding tussen eigendom en bestuur cq. management van een organisatie. Het belang hiervan wordt benadrukt door de volgende quote van de Amerikaanse econoom Galbraith: Hij stelde dat bij het ontbreken van een counter vailing power een agent zich maximaal richt op zijn eigen belang. De voornaamste conclusie is dat het orgaan dat toezicht houdt zijn oorsprong vindt uit een partij die een verantwoordingseis verlangt. Deze ontbreekt vaak in het MKB, dit is een gevolg van het feit dat eigendom en bestuur vaak bij dezelfde persoon liggen. Er is er dus weinig noodzaak voor meer dan de strikt noodzakelijke of wettelijk verplichte toezicht houdende organen. Er wordt voornamelijk naar de eigen situatie gekeken, tevens wordt er vooral advies uit de directe omgeving ingewonnen. Echter naarmate een bedrijf groeit en/of een formelere structuur krijgt verandert ook het type kritische adviseur. Deze groei brengt echter ook meer verantwoordelijkheden met zich mee en vraagt om een ander gebruik van de ondernemers zijn talenten. Het gevaar ontstaat dat de onderneming de directeur-grotaandeelhouder 'boven het hoofd' groeien waardoor hij het overzicht en de grip op de onderneming verliest. Dit heeft direct invloed op de structuur binnen een bedrijf. Een ieder zal namelijk beamen dat er voor groei diverse input nodig zijn en dat de organisatie van belang is voor het wel of niet slagen van een onderneming. Dat de selectie van investeerders deels al wordt bepaald door de gouvernante structuur en cultuur is echter minder breed geaccepteerd. Verder is het interessant om te zien hoe klein de rol is die een Raad van Commissarissen speelt in het MKB. Slecht 1 procent van het MKB heeft een dergelijk orgaan. Mocht er wel sprake zijn van externe financiering dan is deze in de eerste plaats van banken afkomstig. Financiering op andere manieren komt in het MKB niet bijzonder vaak voor, belangrijk onderdeel in de relatie ten opzichte van banken en andere financiers blijft wederzijds vertrouwen.

Agency risk ontstaat als gevolg van een scheiding tussen eigendom en bestuur een organisatie. Om dit meetbaar en definieerbaar te maken hebben we dit in verschillende factoren opgesplitst. Agency risk bestaat uit de likelihood dat een gebeurtenis zich voordat maal de consequence die deze gebeurtenis heeft. In de tabel uit hoofdstuk II is dat omschreven als geïnvesteerd vermogen (consequence) \* P(failure). Verder is duidelijk geworden dat er acties ondernomen kunnen worden om het agency risico terug te brengen. Hier zijn echter kosten aan verbonden deze bestaan uit, contractingcosts, monitoringcosts en de residual loss. Het is aan de verschaffer van vermogen of investeerder op dit zo optimaal mogelijk te doen. Kosten vs controle. Tevens is er bewezen dat er een link is tussen de financieringsvorm van een onderneming en de gewenste cq vereiste vorm van conformance. Dit is tevens waarneembaar naarmate er duidelijker doelen gesteld worden. Er moet namelijk rekening gehouden worden met het feit dat rationele agenten hun tijd minder efficiënt, zakelijk gezien, zullen besteden als de beloning niet klopt. Men moet tevens rekening houden met het feit dat het een meerdere periode spel is. Acties vandaag bepalen je onderhandelings positie morgen. De achterliggende gedachte van het ontwerpen en onderhouden van een goede structuur is dat de risico's komen te liggen bij de mensen die bereid zijn deze te aanvaarden. Voor de juiste beloning natuurlijk. De gekozen Governance structuur heeft implicaties voor de creatie van waarde binnen de onderneming omdat het de mate en de

verdeling van risico bepaald. Tevens is waar te nemen dat omvang en geavanceerdheid van een organisatie toeneemt naarmate de:

- informatie synergie toeneemt.
- de coördinatie kosten toenemen.
- en de “alignement” tussen partijen afneemt.

## V.II Verband tussen Agency Risk en Governance structuur

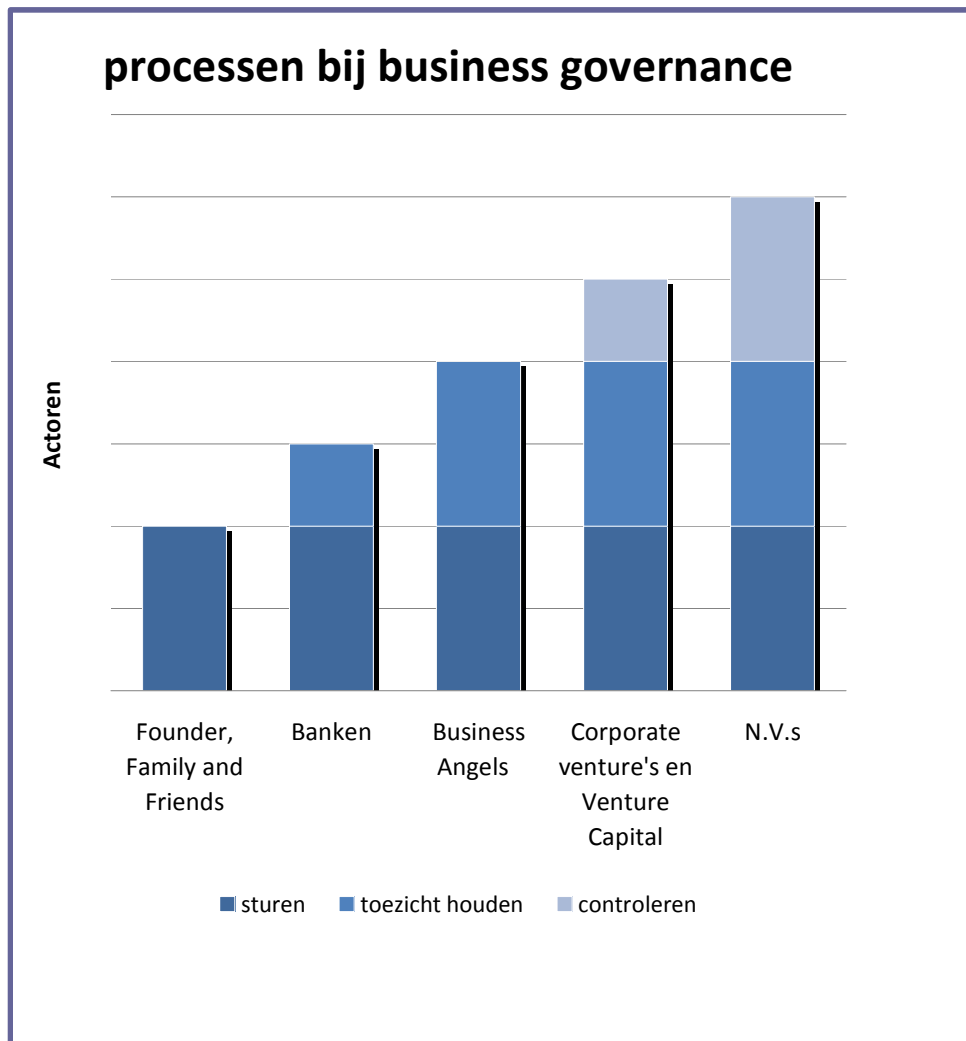
Een ondernemer zal, als het goed is, vreemd vermogens bronnen aanboren om groei te kunnen realiseren of te versnellen. Hierin moet er een balans gevonden worden tussen het risico en controle. De verschillende vormen, stakeholders en de mate van agency risk die hier aan verbonden zijn kwam al naar voren in de diagrammen in hoofdstuk 2, 3, 4 en 5. Echter het doel is om te bewijzen dat er een verband is tussen de mate van agency risk en de gekozen/gewenste governance vorm. Om dit mogelijk te maken dienen de tabellen gecombineerd te worden. Kijken naar tabel 2 en 3 komt naar voren dat er een verband is tussen inspraak en exposure. In deze twee tabellen komt het verband tussen de gekozen financieringsvorm en gewenste governance structuur die hier aan vast hangt. Wat tevens naar voren komt is de samenhang tussen exposure en inspraak. De exposure lijkt een positief verband te vertonen met een toenemende mate van gewenste inspraak. Kijkend naar deze 2 tabellen wordt het duidelijk dat het exposure begrip verder uitgewerkt moet worden. Voor het gemak is hier geen exposure weergegeven terwijl er wel degelijk geld verloren kan gaan. In het geval van business angels en de F.F.F. financierders gaat het om het investeren van eigen geld. De drijfveren voor dit type investeerder kan verschillen van het gunnen, in het geval van familie of vrienden, tot het terug geven van kennis in het geval de business angel. Dit verklaart ook de mate van rapportage aan de verstrekkers van vermogen. Tussen de mate van rapportage en proximity tot de beleidsbepalers van het bedrijf is tevens een positief verband. De twee

Tabel 5					
		Informeel relatie met vermogens verschaffer		Formele relatie met vermogens verschaffer	
		financieringsvorm	Governance benadering	financieringsvorm	Governance benadering
Beleggen/financiering Met eigen vermogen		Friends, Family en Founder	Bewustwording	Banken	Box ticking met comply or explain
	(Her)Beleggen/financiering met bedrijfsmatig/vreemd vermogen	Business Angels	Box ticking	Corporate Venture's en Venture Capital	Apply or explain en volledige implementatie van corporate governance

tabellen combinerend komt men op het volgende uit.



In combinatie met tabel 5 uit het vorige hoofdstuk kan het verband worden aangetoond tussen de financieringsvorm en de mate van normalisatie.



**Tabel 6**

### V.III Vernieuwd inzicht in Agency risk

In hoofdstuk III is er een framework geïntroduceerd ten behoeve van de agency risk analyse. Hier is uit naar voren gekomen dat agency risk bestaat uit de likelihood dat een gebeurtenis zich voordat maal de consequence die deze gebeurtenis heeft. In de tabel hierboven is dat omschreven als geïnvesteerd vermogen (consequence) \* P(failure). Verder is duidelijk geworden dat er acties ondernomen kunnen worden om het agency risico terug te brengen. Hier zijn echter kosten aan verbonden, men moet dan denken aan contractingcosts, monitoringcosts en de residual loss. Naarmate het agency risico oploopt zullen ook de beschermde maatregelen toenemen. Dit is tevens waarneembaar naarmate er duidelijker doelen gesteld worden door de financierder. Dit geeft echter niet een geheel juist resultaat weer. In sommige gevallen kan het voorkomen dat een directeur een aanzienlijk aandelen pakket bezit en er nog steeds een vorm van conflicterende belangen zijn. Deze bestaan dan tussen agent en principaal die tevens mede agent is. Wat verder opvalt, is dat er een soort van kip en ei verhaal optreedt betreffende de link tussen exposure en inspraak. Naarmate de exposure toeneemt, wordt de inspraak vaak verhoogd. Echter men kan het ook andersom zien. Naarmate er meer

inspraak verlangd wordt stijgt de exposure van de investeerder/agent. Hierkomt uit naar voren dat exposure en inspraak van groot belang zijn bij het bepalen van het agency-risico, echter een belangrijke factor is de mate van flexibiliteit die een investering met zich mee brengt en in hoeverre er coalitie vorming met overige agenten mogelijk is. Dit verklaart voor een groot gedeelte waarom er specifiek in NV's een raad van commissarissen aanwezig is. Door de versnippering en de volatiliteit van de commissarissen is coalitie vorming praktisch uitgesloten. Dit heeft als meest negatief effect, dat het lastiger wordt om lange termijn plannen te ontwikkelen door het gebrek aan commitment. Als laatste is er een grote incentive om bij tegenslag de investering te beëindigen. Om een duidelijk inzicht hierin te verkrijgen dienen we het risico van een investering verder uit te breiden. Concluderend kunnen we dus vaststellen dat er 4 grote drivers zijn van agency risk en dat deze factoren afhankelijk van elkaar de geavanceerdheid van de governance structuur bepalen.

- Exposure voor de investeerder / mede eigenaar
- Flexibiliteit omtrent het beëindigen van een samenwerking/investering
- Inspraak /relatie tot directeur /eigenaar
- Goal alignment, tijdspad, terug verdienen tijd en commitment.

Hoewel het moeilijk is om dit soort variabelen in formule vorm op te schrijven en er precieze waarden aan te hangen is het voor het inzicht in de techniek wel van belang. In hoofdstuk III hebben we een framework geïntroduceerd ten behoeve van de agency risk analyse. Hier is uit naar voren gekomen dat de exposure bestaat uit de likelihood dat een gebeurtenis zich voordat maal de consequence die deze gebeurtenis heeft. Dit is echter een te enge definitie. De bovenstaande variabelen verhouden zich op de volgende wijze. Hier uit volgt:

$$\text{Exposure} = \text{geïnvesteed vermogen (consequence)} * P(\text{failure}).$$

Waarin P de waarschijnlijkheid is failure. Deze P wordt echter ook beïnvloed door de mogelijkheid om "uit te stappen". In andere woorden hoe makkelijk het is om een investering terug te krijgen of te beëindigen. Als we dit herschrijven lijkt dat tot de volgende formule:

$$P = F(\text{Flexibiliteit, Commitment})$$

Om tot slot een nog beter beeld te krijgen dienen we ons te beseffen dat het geïnvesteed vermogen uit meer bestaat dan de financiële inbreng. Dit heeft ook betrekking op tijd, eventueel verlies in reputatie en kosten die gerelateerd zijn aan het opzetten van de organisatie. Dit alles leidt uiteindelijk tot de volgende formule:

$$\text{Exposure} = \text{Totale geïnvesteerde (human)kapitaal} * (F(\text{Flexibiliteit, Commitment}) * \text{failure})$$

Dit is echter een te enge benadering van wat agency risk daadwerkelijk is. Agency risk bestaat namelijk niet alleen uit het geldelijk risico maar ook voor een groot gedeelte in een grotere moeite om partijen op een lijn te krijgen. Deze alignment ziet er in formule vorm als volgt uit:

$$\text{Alignment} = F(\text{inspraak, afstand})$$

- **Agency Risk = Alignment \* Exposure**
- **Agency Risk = F(inspraak, afstand) \* geïnvesteerde (human)kapitaal \* (F(Flexibiliteit, Commitment)\*failure)**

**Deze onderdelen bepalen in hoge mate het agency risico.**

#### V.IV Slot conclusie en toekomstig onderzoek

Dit beschrijvende onderzoek heeft een aantal inzichten opgeleverd. Een van de voornaamste conclusie's is dat het orgaan dat toezicht houdt zijn oorsprong en noodzaak vindt uit een partij die een verantwoordingseis verlangt. Een verantwoordingseis is vaak afkomstig van een partij die een onderneming van financiering voorziet. Toch ontbreekt deze vaak in het MKB. Dit komt voort uit het feit dat, als er al sprake is van financiering buiten de familiare kring, deze in de eerste plaats van banken afkomstig is. Financiering op andere manieren komt in het MKB niet bijzonder vaak voor. Banken verlangde tevens een minder grote verantwoording van een onderneming. Dit is in de recente maanden echter, als gevolg van de internationale economische ontwikkelingen, redelijk onder druk komen te staan. Wat echter altijd belangrijk blijft in de relatie ten opzichte van banken is wederzijds vertrouwen. Dit geldt overigens voor de relatie tot alle financiers.

Verder heeft dit onderzoek aangetoond dat eventuele kritische adviseurs in het MKB niet bijzonder veel economisch belang hebben in de organisatie. Echter naarmate een bedrijf groeit of een formelere structuur krijgt veranderd ook het type kritische adviseur. Verder is het interessant om te zien hoe klein de rol is die een Raad van Commissarissen speelt in het MKB. Slecht 1 procent van het MKB heeft een dergelijk orgaan. Dit is deels te verklaren vanuit het one-tier begrip. Er is dan vaak niet een apart orgaan zijn dat zich specifiek belast met het toezien op het beleid. Wat echter opvalt is dat er maar zeer zelden een kritische adviseur is opgenomen in de organisatie. Hier uit komt duidelijk naar voren dat de toezicht houdende rol voorkomt uit een wens/eis van de partij/ stakeholder aan wie verantwoording afgelegd dient te worden. Omdat eigendom en bestuur vaak bij dezelfde persoon liggen is er dus weinig noodzaak voor meer dan de strikt noodzakelijke of wettelijk verplichte toezicht houdende organen.

Echter bij verwijdering van het risico dragende vermogen en zeggenschap zie je dit wel weer ontstaan. De principaal agent rol speelt dan weer een grotere rol. Er moet namelijk rekening gehouden worden met het feit dat rationele agenten hun tijd minder efficiënt, zakelijk gezien, zullen besteden als de beloning niet klopt. Hierin moet men echter niet vergeten dat het een Multi-periode spel is. Acties vandaag bepalen je onderhandelings positie morgen. Dit dilemma als een gevolg van de scheiding tussen eigendom en bestuur cq. management van een organisatie wordt het best omschreven door de quote van de Amerikaanse econoom Galbraith: Hij stelde dat bij het ontbreken van een counter vailing power een agent zich maximaal richt op zijn eigen belang. De term die hij hiervoor bedacht was managerial capitalism, hiermee bedoelde hij te zeggen dat in de praktijk niet de eigenaren de baas zijn maar de managers/het management. Als gevolg hiervan ontstaan er constructies om dit tegen te gaan. Bij het aangaan van constructies om agency gedrag in te dammen is het belangrijk om te realiseren er hier sprake is van een optimalisering vraagstuk. Het is namelijk een balans vraagstuk tussen de kosten om agency gedrag in te dammen en de kosten die daar tegen overstaan.

De achterliggende gedachte van het ontwerpen en onderhouden van een goede structuur is dat de risico's komen te liggen bij de mensen die bereid zijn deze te aanvaarden. Voor de juiste beloning natuurlijk. De gekozen Governance structuur heeft implicaties voor de creatie van waarde binnen de onderneming omdat het de mate en de verdeling van risico bepaald. Tevens is waar te nemen dat omvang en geavanceerdheid van een organisatie toeneemt naarmate de:

- informatie synergie toeneemt.
- de coördinatie kosten toenemen.
- en de "alignement" tussen partijen afneemt.

Men moet tevens rekening houden met het feit dat het een meerdere periode spel is. De gekozen Governance structuur heeft implicaties voor de creatie van waarde binnen de onderneming omdat het de mate en de verdeling van risico bepaald. De gekozen structuur is een gevolg van de exposure en commitment van de principaal of financier. Hoewel het moeilijk is om dit soort variabelen in formule vorm op te schrijven en er precieze waarden aan te hangen is het voor het inzicht in de techniek wel van belang

$$\text{Exposure} = \text{Totale geïnvesteerde (human)kapitaal} * (\text{F(Flexibiliteit,Commitment)*failure})$$

Concluderend kunnen we dus vaststellen dat er 4 grote drivers zijn van agency risk en dat deze factoren afhankelijk van elkaar de geavanceerdheid van de governance structuur bepalen.

- Exposure voor de investeerder / mede eigenaar
- Flexibiliteit omtrent het beëindigen van een samenwerking/investering
- Inspraak /relatie tot directeur /eigenaar
- Goal alignment, tijdpad, terug verdienen tijd en commitment.

In de bovenstaande conclusies liggen eigenlijk ook de gebieden voor toekomstig onderzoek. Gezien het belang dat de Nederlandse samenleving heeft bij de activiteiten van het MKB is het van belang dat deze sector in takt blijft. Het merendeel van de ondernemingen in Nederland behoort tot het midden- en kleinbedrijf. Van de 672.000 particuliere bedrijven die actief zijn in Nederland in 2004 behoren er 666.000 (99%) tot het MKB. In 2004 was het MKB goed voor 48% van de omzet en 48% van de bruto toegevoegde waarde van het particuliere bedrijfsleven. Het MKB heeft een aandeel van 55% in de totale werkgelegenheid van het particuliere bedrijfsleven in Nederland (EIM, 2005). Door de toenemende druk op de financiering komen er veel bedrijven, met name in het MKB in de problemen. Doordat je organisatie structuur invloed heeft op de financierders selectie. Er is dus veel aan gelegen om relevant onderzoek te produceren voor deze doelgroep. Hierbij moet in acht genomen worden dat de gemiddelde MKB ondernemer zeer pragmatisch te werk gaat. Het onderzoek zal dus bijzonder doelgericht moeten zijn. Het uitgangspunt daarin zal de waardevorming moeten zijn.

## Literatuur lijst:

- P.J.W. Duffhues, ondernemingsfinanciering, corporate governance en Tobin's Q, 3<sup>e</sup> kwartaalschrift economie, blz. 125-149, 2006
- B.P.A. Santen, A. de Bos, D. de Rooij, Praktische aspecten van corporate governance, 2006.
- P.J.W.Duffhues, Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten, 2002.
- H. Mintzberg, Mintzberg over management, 14<sup>e</sup> druk, 2006.
- Tan Sri Ramon Navaratman, Good governance, 2007.
- S.J.A. Hessels, E.H. Hooge, Small Business Governance, 2006.
- E.H. Hooge, De betekenis van Corporate Governance voor het MKB en de (semi-) publieke sector, 2005.
- S. Peij, Handboek Corporate Governance, 2006.
- J.R. Gailbraith, Designing organizations, 2001.
- P. Frentrop, Corporate en andere Governance, 2000.
- A.Schleifer, R.W. Vishny, A Survery of Corporate Governance, The Journal of Finance, 1997.