

Beperk de rechten van de 'nieuwe aandeelhouder'

Prof. Dr. R.A.M. Pruijm
RA is emeritus hoog-
leraar Administratieve
Techniek aan de Erasmus
Universiteit Rotterdam,
zelfstandig adviseur,
interim-manager en
commissaris van
ondernemingen.
Hij heeft zich gespeci-
aliseerd in Corporate
Governance. Sinds
2007 is hij deel-
tijdlecteur Corporate
Governance aan de
Fontys Hogeschool
te Eindhoven. E-mail:
r.prujm@fontys.nl

Aandeelhouders hebben het in crisistijd niet makkelijk. De waarde van hun aandelenbezit is meer dan gehalveerd en bovendien krijgen ze ook nog eens de schuld van alle ellende. Aandeelhouders hebben veel te veel macht, zo is de perceptie. Door de jacht op kortetermijnwinst zetten zij het bestuur zwaar onder druk en door het geclaimde alleenrecht op strategische beslissingen dwingen zij tot riskante besluitvorming die haaks staat op de langetermijnstrategie van de onderneming. Het evenwicht tussen de verschillende belanghebbenden (aandeelhouders, bestuur en werknemers) in een onderneming is verstoord.

Corporate governance staat de laatste tijd weer volop in de belangstelling. Fenomenen als hedgefondsen en private equity partijen hebben de vraag opgeroepen of de aandeelhouders niet veel te veel macht hebben gekregen.¹ Volgens de Sociaal-Economische Raad is één van de voorwaarden voor het goed functioneren van een stakeholdermodel het handhaven van een zeker evenwicht in zeggenschapsverhoudingen en beïnvloedingsmogelijkheden tussen de verschillende belanghebbenden bij de onderneming.² Ook de commissie-Frijns is deze mening toegedaan.³

Blijkbaar is men van mening dat er evenwicht behoort te zijn, zonder dit overigens te beargumenteren. Evenmin is nu echt helder hoe dat evenwicht moet worden gemeten, en op basis van welke criteria. Vervolgens constateert men dat het verstoord is, op basis van een, naar mijn mening, onvoldoende onderbouwde casuïstiek. Ten slotte wil men aanvullende corrigerende maatregelen nemen om het vermeende probleem op te lossen.

Is dit nu een oplossing op zoek naar een probleem of is ons stelsel van corporate governance daadwerkelijk aan verandering toe? De zoektocht naar herstel van evenwicht gaat uit van een achterhaald beeld van de aandeelhouder. Het werkelijke probleem is dat de trouwe langetermijnaandeelhouder niet meer bestaat en is vervangen door de kortetermijnbelegger met alleen oog voor rendement. Deze nieuwe realiteit vraagt om een andere benadering.

Public equity

De 'uitvinding' van de naamloze vennootschap met aandelen aan toonder die vrijelijk verhandelbaar zijn, is ongetwijfeld één van de belangrijkste economische creaties.

De oorspronkelijke reden voor de uitgifte van beursgenoteerde aandelen (public equity) was de behoefte aan externe (groeifinanciering en verhandelbaarheid tussen (groot)aandeelhouders. Het benodigde kapitaal voor de grote industrieën van de vorige eeuw kon niet langer meer worden opgebracht door een paar rijke individuen. Door de uitgifte van aandelen aan heel veel beleggers werd het mogelijk om grote sommen geld op te halen om de benodigde hoge investeringen te doen.⁴ Door het samenvoegen van geld van vele aandeelhouders, zoals bij een beursgang of fusie, of door de verkoop van pakketten aandelen door de oprichters, ging het eigen vermogen van de controlerende aandeelhouders (oprichters) over in de handen van de aandelenmarkten, en werd op die manier 'eigendom' gescheiden van leiding.

In feite is hier al sprake van een misvatting omdat aandeelhouders volgens de wet geen eigenaar zijn van de onderneming maar louter en alleen verschaffers van risicodragend vermogen. De vennootschap is een zelfstandig zakelijk rechtspersoon en is eigendom van niemand, alleen van zichzelf. Het belangrijkste agencyprobleem, de achilleshiel van de beursgenoteerde onderneming, is de

1. Zie bijvoorbeeld het recente artikel 'Maak Europese nv Rijnlands' van J. Cremers, en I. van den Burg. *Het Financieele Dagblad*, 14 maart 2009.
2. Evenwichtig Ondernemingsbestuur. Advies van de Sociaal Economische Raad. *Publicatienummer 1*, 15 februari 2008.
3. Monitoring Commissie Corporate Governance Code. *Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code*. Juni 2008. Paragraaf 7 pagina 6.

zwakke relatie tussen de verspreide 'anonieme' aandeelhouders en het sterke, lees machtige en goed geïnformeerde management.

Aandeelhouders willen 'een redelijk rendement' op hun belegging veiligstellen, maar de informatieasymmetrie is groot (de informatie is onvolledig en ontijdig, en soms zelfs onjuist) en aandeelhouders hebben – zeker individueel – weinig zeggenschap. Roe noemt dit een fundamentele instabiliteit in het systeem van corporate governance in Amerika, die voortdurend voor problemen zorgt.⁵ Ik teken daarbij aan dat dit overigens een probleem is dat wereldwijd geldt en niet alleen in Amerika.

Ik volsta voor de discussie met de opmerking dat de verschaffers van risicodragend vermogen (aandeelhouders) gebruikmaken van corporate governance-mechanismen om te verzekeren dat zij een bepaalde opbrengst op hun investering genieten.⁶ Dat deze mechanismen niet altijd voldoen, zal in het vervolg aan de orde komen.

Het nut van de aandeelhoudersdemocratie

De rol van de aandeelhouder wordt door velen als uitermate belangrijk gezien. Deze gedachte is niet gebaseerd op bewijs, maar heeft wel een grote emotionele aantrekkingskracht. Ik vind de vaak gehoorde opmerking dat ondernemingen beter renderen als ze volgens de wensen van de aandeelhouders worden bestuurd, een mythe, en wel om drie redenen.

Allereerst is er, zoals hiervoor beschreven, de volstrekt verkeerde gedachte dat aandeelhouders eigenaren zijn van de vennootschap. Dat zijn ze niet, het zijn beleggers die risicodragend vermogen verschaffen.

Ten tweede zijn redeneringen van sommige (activistische) aandeelhouders dat zij meer zeggenschap willen omdat het bestuur faalt gevaarlijk, omdat deze activistische aandeelhouders veelal hun eigen doelstellingen hebben. Ex-post redeneringen zijn vaak niet anders dan opportunistische pogingen om aandeelhouderswaarde te creëren door de regels van het spel tijdens de wedstrijd te veranderen. Als we echt de voorkeuren van aandeelhouders willen peilen, dan is dat wanneer zij in de situatie verkeren waarin ze hun belangen kenbaar kunnen maken. Dat is bij een aandelenemissie (IPO) of wanneer ze stemmen met de voeten. Dat laatste vooral is onderschat, want aandeelhouders kunnen kiezen waarom en wanneer ze aandelen in een bepaalde onderneming kopen en houden.

Ten derde is veel van het sentiment van aandeel-

houdersmacht terug te voeren op het Enron-gevoel. Er zijn nogal wat mensen die vinden dat de boekhoudschandalen, de excessen met de beloning van directieleden e.d., tekenen zijn dat er iets moet gebeuren. Als we dat combineren met de misleidende beschrijving van aandeelhouders als eigenaren, en de roep van activistische aandeelhouders om meer macht, dan is het nogal makkelijk om tot de conclusie te komen dat meer aandeelhoudersmacht een perfecte oplossing is.

Bewijs hiervoor ontbreekt echter. Wat we van de geschiedenis kunnen leren is dat, generaties lang, de aandeelhouders het beheer over hun geld hebben overgelaten aan de directie en raad van commissarissen, zonder hun directe invloed hierop. De economische wetenschap verklaart dit vanuit het gegeven dat investeerders dit doen omdat ze er beter van worden. De directe leiding van de directie en het toezicht van commissarissen leidt tot efficiënte en effectieve besluitvorming. Opportunisme van sommige aandeelhouders en onderlinge verdeeldheid wordt effectief geneutraliseerd door het mechanisme waarbij aandeelhouders slechts een beperkte invloed achteraf hebben.

Aandeelhouders gaan inderdaad niet over het beleid; dat zou niet alleen de autoriteit van het bestuur aantasten, maar ook de essentie van een beursgenoteerde onderneming. Die bestaat er niet alleen uit dat deze vorm het mogelijk maakt dat grote bedragen aan kapitaal kunnen worden aangewend voor de bedrijfsvoering, maar ook, dat de centralisatie van een in essentie niet rechtstreeks beïnvloedbare beslissingsmacht van het bestuur zorgt voor een efficiënte en effectieve bedrijfsvoering van een grote en complexe onderneming. In zo'n onderneming moet iemand de dagelijkse leiding hebben en dat kunnen de aandeelhouders niet zijn. Sterker, door het wettelijk stellen van beperkingen aan aandeelhouders zowel wat betreft de beoordeling van de beslissingen van het management als het rechtstreeks kunnen ingrijpen op de dagelijkse gang van zaken, is een effectieve scheiding bewerkstelligd tussen investeerders en management.

Vandaar ook dat de controle slechts achteraf kan zijn en niet vooraf. Vandaar ook dat opportunistische wensen van sommige aandeelhouders genegeerd kunnen worden. Vandaar ook dat absolute

De vennootschap is een zelfstandig zakelijk rechtspersoon en is eigendom van niemand, alleen van zichzelf

4. Een recent voorbeeld is de beursgang van TomTom in 2005 waarbij ruim 30 miljoen aandelen werden geplaatst, tegen een uitgifteprijs van 17,50 euro. De totale opbrengst bedroeg 117 miljoen euro (Bron: Jaarverslag 2005).

5. M.J. Roe. *The Inevitable Instability of American Corporate Governance*. Discussion Paper No. 493, 09/2004. Harvard Law School. Te verkrijgen via The Social Science Research Network Electronic Paper Collection: <http://ssrn.com/abstract=615561>

6. Zie hiervoor ook A. Shleifer & R. Vishny, 1997. *Survey of Corporate Governance*, *Journal of Finance* 52.

zeggenschap bij niet goed presteren alleen verworven kan worden bij de overname van alle aandelen. Als dit alles niet tot goede resultaten leidt, rest een aandeelhouder nog slechts één ding: de verkoop van zijn aandelen en het op zoek gaan naar een andere belegging.

De zaak van de verdwenen aandeelhouder

In de discussie over de macht van aandeelhouders is het belangrijk te wijzen op opvattingen van de wetgever over de aandeelhouder. Wie de *Memorie van Toelichting* leest over de voorgestelde wijzigingen in het Burgerlijk Wetboek II in 2004, ziet de volgende denkwijze over de rol en de positie van de aandeelhouder.⁷

‘Geeft de naamloze vennootschap daartoe aandelen aan toonder uit, dan wordt de aandeelhouder letterlijk naamloos. De band tussen de ondernemingsleiding en zijn aandeelhouders wordt losser; de laatsten krijgen meer en meer de functie van kapitaalverschaffer en minder die van medeondernemer. Een wettelijke regeling voor het toezicht op het bestuur werd dan ook meer van belang geacht naarmate de door de rechtspersoon gedreven onderneming in omvang en daarmee maatschappelijke betekenis groeide en de doeltreffendheid van het toezicht van de algemene vergadering van aandeelhouders verzwakte (Kamerstukken II, 10 751, 1969–1970, nr. 3, blz. 5). Dat uitgangspunt geldt nog steeds.’

De wetgever heeft hier een beeld van een verzwakte positie van de talrijke kleine aandeelhouders bij de grote beursgenoteerde vennootschappen waardoor de toezichthoudende functie van de algemene vergadering van aandeelhouders verzwakt is. Wie de literatuur uit die periode naleest, ziet dat de zwakke relatie tussen de verspreide ‘anonieme’ aandeelhouders en het sterke, lees: machtige en goed geïnformeerde management alsmede het *free rider*-probleem, steeds worden genoemd als inherente zwaktes in het systeem.

Aandelen zijn een belegging die rendeert door dividend en de eventuele koersstijging van het aandeel. Vooral dat laatste is belangrijk voor de gemiddelde belegger omdat dat eigenlijk de voornaamste reden is om een aandeel te kopen.

De geringe betrokkenheid blijkt ook uit de lage opkomst bij de aandeelhoudersvergadering. Gemiddeld bezoekt slechts rond 57 procent van de aandeelhouders de aandeelhoudersvergadering van de grootste beursgenoteerde ondernemingen.⁸

De verminderende betrokkenheid blijkt ook uit de steeds kortere tijd dat een aandeel in het bezit is van een belegger. In tegenstelling tot wat velen mogelijk denken, is de beleggingsduur bij institutionele beleggers als pensioenfondsen en verzekeraars relatief laag: een aandeel is gemiddeld vijftien maanden in bezit bij een institutionele belegger.⁹ De gemiddelde duur van het aandelenbezit van de overige beleggers ligt echter nog veel lager en bedraagt momenteel zeven maanden op de New Yorkse effectenbeurs.¹⁰

Opvallend is de trend van de steeds kleiner wordende termijn waarin aandelen worden aangehouden: in 1960 was dat nog zeven jaar en in 1992 was de gemiddelde termijn gedaald tot twee jaar. Dat duidt er op dat de term ‘langetermijnaandeelhouder’ zwaar aan erosie onderhevig is, zowel bij de particuliere als bij de zakelijke belegger.

Een andere belangrijke verschuiving is die van het aandelenbezit van particuliere naar institutionele beleggers. In de jaren vijftig was ongeveer 92 procent van de aandelen in handen van de particuliere belegger. Institutionele beleggers bezaten slechts acht procent van de aandelen.

Heden ten dage is zeventig procent van de aandelen in handen van institutionele beleggers (banken, verzekeraars, pensioenfondsen en hedgefondsen). In Nederland is bovendien 75 procent van de aandelen in buitenlandse handen. Hierdoor is de Angelsaksische mentaliteit bij de aandeelhouders ver in de meerderheid en is er weinig begrip voor het Nederlandse stakeholdermodel.

Deze ontwikkeling betekent dat de gedachte die de wetgever heeft gehanteerd bij het vaststellen van de wetgeving niet langer valide is. De aandeelhouder als medeondernemer, die aandelen bezit voor de lange termijn en vertrouwt op de continuïteit van de onderneming, bestaat bijna niet meer, en is een bedreigde diersoort geworden.

Aandeelhouders zijn in overgrote meerderheid beleggers geworden met een kortetermijnperspectief en alleen geïnteresseerd in *shareholder value* ofwel aandeelhouderswaarde.

Aandeelhouderswaarde als nieuwe realiteit

De beschreven verschuiving in het aandeelhouderslandschap kenmerkt zich ook door een geheel andere opstelling ten opzichte van de leiding van de onderneming. Er is ontegenzeggelijk sprake van een sterk groeiend aandeelhoudersactivisme, vooral toe te schrijven aan een nieuwe categorie zakelijke beleggers: de *hedge funds*.

7. Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling. *Memorie van Toelichting. Vergaderjaar 2001-2002. Kamerstuk 28179, nr. 3, pagina 3.*

8. Voor AEX-vennootschappen is het 42,5 procent en voor AMX-vennootschappen 40 procent. *Eumedion evaluatie AVA-seizoen 2007, pag. 7. De commissie-Frijns meldt overigens een opkomstpercentage van 57 procent in 2007. Voor het verschil heb ik geen verklaring kunnen vinden.*

9. J.-M. Gaspa, M. Massa & P. Matos. *Shareholder investment horizons and the market for corporate control. Journal of Financial Economics, april 2005, pag. 135-165.*

10. S. Odland. *Keynote address to the National Association of Corporate Directors, October, 2006.*

Hun arbitrerende in corporate governance en najagen van waardeestijging op korte termijn gaan vaak ten koste van de aandeelhouderswaarde op langere termijn. Evenmin zijn hun activiteiten gunstig voor de betrokkenheid van werknemers bij de onderneming, omdat werknemers in veel gevallen onevenredig zwaar worden getroffen door de gevolgen van het optreden van deze beleggers.¹¹ Het opsplitsen en afstoten van onderdelen of de verkoop van de gehele onderneming leidt immers maar al te vaak tot grote bezuinigingen en personeelsreductie.¹²

De vraag of dit aandeelhoudersactivisme vooral wordt veroorzaakt door excessief kortetermijngedrag is echter lastig te beantwoorden. Hedge funds hebben veelal specifieke doelen op het oog, afhankelijk van de betrokken onderneming. Als deze in hoge mate is gediversifieerd, dan mikken hedge funds op afsplitsing en verkoop van onderdelen (zoals bij Stork). Als de onderneming onder de maat presteert, dan is de strategie veelal de verkoop van de onderneming aan bijvoorbeeld een private equity maatschappij of het wegsturen van bepaalde directeuren. Heeft de onderneming waardevolle activa op de balans, dan kan een strategie zijn om deze te verkopen (zoals bij Vendex KBB). Wil de onderneming grote investeringen doen, dan zijn hedge funds soms tegen dit besluit en willen zij liever de uitkering van dividend aan aandeelhouders.

Je kunt je bij al deze verschillende strategieën afvragen of dit nu altijd een strategische keuze voor de korte termijn betreft in tegenstelling tot een keuze voor de lange termijn. Of kan het ook zijn dat de kortetermijnstrategie meer waarde heeft dan de langetermijnstrategie? En hoe vaak komt het niet voor dat het activisme van hedge funds wordt veroorzaakt door heel andere oorzaken, zoals slecht management, een verkeerde strategie, of een veel te hoge overnameprijs bij een acquisitie? Vraag is: gaat de controverse misschien niet zozeer over de verschillen in investeringstermijnen als wel over de meest geschikte koers voor een onderneming?

Een tweede vraag is of het handelen van het bestuur wel altijd op de lange termijn is gericht. Hebben ook zij niet al te vaak een kortetermijnfocus, al of niet gedreven door kwartaalverslagen, de schommelingen in de beurskoers of de al te overspannen verwachtingen van de beleggers?

Een derde vraag is wat het effect van de interventie door hedge funds is. De publieke mening is er vrij duidelijk helder over: hedge funds zijn slecht door hun kortetermijnoptiek en daarom nadelig voor aandeelhouders en werknemers. Deze mening is

echter niet gebaseerd op feiten. Uit een recente studie blijkt dat de koersen van aandelen van bedrijven waar hedge funds het op gemunt hebben, het gemiddeld beter doen dan die van andere beursgenoteerde ondernemingen.¹³

Een nadrukkelijke kanttekening is echter wel dat dit beter presteren vooral tot uiting komt in de gestegen beurskoers en niet in het rendement van de onderneming op de langere termijn. Een voorbeeld daarvan is de gerealiseerde koerswinst voor aandeelhouders van 22 miljard euro bij de verkoop van ABN AMRO.

Een ander kenmerk van het nieuwe aandeelhoudersactivisme is het zich nadrukkelijk bezighouden met het gevoerde beleid en proberen hierop direct invloed uit te oefenen. Vaak gebeurt dit door voorgestelde wijzigingen in de strategie op de agenda van de aandeelhoudersvergadering te zetten en hierover een stemming uit te lokken. De voorheen gebruikelijke ex-ante goedkeuring van het gevoerde beleid van het bestuur door aandeelhouders wordt steeds meer vervangen door ex-post beleidswijzigingen af te dwingen. Daardoor gaan aandeelhouders in de praktijk wel degelijk steeds meer over het beleid en wordt de autoriteit van het bestuur aangetast. Dat is een ontwikkeling waardoor de van een beursgenoteerde onderneming wordt aangetast.

Er is een tendens naar een internationaal geaccepteerd 'standaardmodel' waarin de positie van de aandeelhouder in het systeem van corporate governance sterk is. Een positie die bovendien wordt versterkt door de ontwikkeling van een bloeiende markt voor fusies en overnames. Deze zogenaamde *market for corporate control* was in het verleden relatief slecht ontwikkeld. Door de opkomst van private equity en *leveraged buy-outs* is het speelveld ingrijpend veranderd. Gesteund door zakenbanken die alle belang hebben bij deze markt voor overnames en de opkomst van activistische aandeelhouders die maar al te graag wijzen op een suboptimale strategie en te lage aandelenkoers, wordt de beursgenoteerde onderneming een gevangene van de markt.

Het recht van aandeelhouders om hun aandelen te kopen en te verkopen (*entry* en *exit*) heeft grote

Aandeelhouders gaan inderdaad niet over het beleid; dat zou niet alleen de autoriteit van het bestuur aantasten, maar ook de essentie van een beursgenoteerde onderneming

11. *Het Kapitaal van de Onderneming: Over de positie van werknemers in grote bedrijven in Nederland*. Uitgave CNV Bedrijvenbond, 14 augustus 2007.

12. Alhoewel anekdotisch zijn zowel VNU als ABN AMRO hiervoor exemplarisch.

13. 'Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance.' A. Bray, W. Jiang, F. Partnoy and R. Thomas. Working paper, 2006.

gevolgen in een omgeving waarin complete ondernemingen gemakkelijk gekocht en verkocht kunnen worden. Dat dit vaak gepaard gaat met grote koerswinsten is een reden voor veel aandeelhouders om mee te gaan met de voorstellen van de activistische aandeelhouders. Het zogenaamde 'stemmen met de voeten' heeft daardoor een totaal andere betekenis en een ander gewicht gekregen. Door hun aandelen al dan niet aan een potentiële koper of potentiële kopers aan te bieden, krijgen aandeelhouders het laatste woord.

De vennootschap voorop

In ons land mogen aandeelhouders in beginsel hun eigen belangen nastreven, maar dan wel binnen de redelijkheidsgrenzen van artikel 2.8 van het Burgerlijk Wetboek. De belangenafweging van alle stakeholders met betrekking tot de strategie is voorbehouden aan het bestuur en de raad van commissarissen.

De realiteit is dat dit denkmodel door de werkelijkheid is achterhaald. Zoals eerder betoogd, leven we in een tijd waarin de 'nieuwe aandeelhouder' een volstrekt andere opvatting heeft over zijn investering in de onderneming dan de wetgever voor

ogen had. Die andere opvatting vertaalt zich in kortetermijnhouderschap en speculatief gedrag met als doel het rendement op de belegging zo hoog mogelijk te krijgen. Voor deze aandeelhouders staat eigenbelang cen-

traal en niet het belang van de vennootschap.

In deze context is de discussie over evenwichtig ondernemingsbestuur een achterhoedegevecht. Het in Nederland gehanteerde uitgangspunt dat de vennootschap een langetermijnsamenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen, onder wie aandeelhouders, is niet langer meer valide. De langetermijnaandeelhouder bestaat niet meer. Als we dan ook constateren dat aandeelhouders gebruikmaken van hun rechten maar met geheel andere bedoelingen dan de wetgever voor ogen had, dan zal er ingegrepen moeten worden.

We zullen terug moeten naar een situatie waarin beleggers in aandelen slechts achteraf een beperkte invloed op het beleid hebben. Daardoor kan opportunistisch gedrag voorkomen worden. Dat betekent inperking van hun rechten in overeenstemming met het feit dat een aandeel tegenwoordig

voor slechts korte tijd wordt aangehouden met als enig doel koerswinst en dividend. We zullen ook naar een situatie toe moeten waarin het langetermijnaandeelhouderschap wordt bevorderd, zodat er meer sprake zal zijn van een serieus aandeelhouderschap, waar ook het belang van de vennootschap en andere belanghebbenden wordt erkend. Mijn pleidooi zou zijn om de belangrijke rechten van agendering, het goedkeuren van belangrijke bestuursbesluiten en het ontslag van commissarissen alleen toe te kennen aan de langetermijnaandeelhouders en de overige aandeelhouders hiervan uit te sluiten, totdat zij hun aandelen een bepaalde termijn in bezit hebben gehad. Bijvoorbeeld een jaar. Een alternatief zou kunnen zijn om de langetermijnaandeelhouders meer stemrechten te geven zoals ook in Frankrijk gebruikelijk is.

De gedachte hierachter is dat bij het uitoefenen van deze rechten ook de plicht behoort van een langdurig en bestendig aandeelhouderschap. In andere woorden: *walk your talk*, en laat als aandeelhouder zien dat de belangen van de vennootschap serieus worden genomen.

Tevens zou ik in aanvulling hierop willen pleiten voor een quorum voor deze belangrijke besluiten van de helft van het geplaatste kapitaal, zodat zeker is dat het overgrote deel van de aandeelhouders het eens is met deze zwaarwegende besluiten.

Als laatste suggestie zou ik pleiten voor de invoering van de *short swing provision* zoals die in de Verenigde Staten gebruikelijk is. Met een belang van tien procent of meer ben je een zogenaamde insider en als je een aandelentransactie binnen zes maanden doet, dan komt de winst ten goede aan de vennootschap.

Waar is de werknemer?

Opvallend in de discussie over evenwichtig ondernemingsbestuur is dat de werknemerspositie onderbelicht blijft. In onze kenniseconomie neemt het belang van de rol van professionals toe in het economisch proces. Deze professionals werken met persoonsgebonden kennis en de aandeelhouders van ondernemingen hebben geen feitelijk eigendom van die kennis, evenmin als zij de eigendom van de vennootschap bezitten.

Ons systeem van corporate governance is erop gebaseerd dat ondernemingen wel het gebruiksrecht op productiemiddelen delegeren, maar niet het vruchtgebruik en het vervreemdingsrecht op productiemiddelen. Daarnaast is de aanname dat er gewerkt wordt met generieke, niet persoonsgebonden kennis, die zonder wezenlijke kosten over-

We leven in een tijd waarin de 'nieuwe aandeelhouder' een volstrekt andere opvatting heeft over zijn investering in de onderneming dan de wetgever

draagbaar is. Aan deze twee voorwaarden wordt steeds minder voldaan en dan is er feitelijk sprake van ondernemingen die niet meer beschikken over het vervreemdingsrecht op een voor de onderneming kritische productiefactor.

De gevolgen hiervan zijn tweeledig: 1) het vraagstuk van de *agency costs* speelt zich niet alleen af tussen kapitaalverschaffer en bestuurder maar ook tussen werknemer en werkgever (en daarmee de kapitaalverschaffer); 2) omdat persoonsgebonden kennis eigendom is van de persoon en niet van de onderneming en zijn financiers, heeft de aandeelhouder niet langer meer het alleenrecht op de restwaarde van de onderneming.

Zowel het eerder genoemde advies van de Sociaal-Economische Raad als de analyse 'Het kapitaal van de onderneming' van de CNV Bedrijvenbond gaan op dit aspect niet in en beperken zich tot de zeggenschapsverhoudingen.¹⁴

Ik vind dit nogal opvallend omdat hier het steeds belangrijker wordende deelbelang van werknemers ondergesneeuwd wordt door het geweld van speculerende beleggers en de markt. Laat ik in dit verband de retorische vraag stellen wie er nu eigenlijk het meest heeft bijgedragen aan de eerder genoemde 22 miljard groei in marktkapitalisatie van ABN AMRO: de aandeelhouders of de werknemers? Het is op z'n minst opmerkelijk dat werknemers niets hebben gekregen voor inspanningen en dat aandeelhouders er letterlijk met de buit vandoor zijn gegaan. Naar mijn mening ligt hier een belangrijk *issue* voor de komende jaren: na te gaan hoe het streven naar aandeelhouderswaarde en het groeien van de belang van de markt voor corporate control zich verhouden tot de reële inbreng van werknemers in het proces van waardecreatie.

Eenvoudiger gesteld: zijn de revenuen van een stijging in marktwaaarde van een onderneming alleen voorbehouden aan aandeelhouders? Hebben ook werknemers hier niet een belangrijke bijdrage aan geleverd die de waarde van de kapitaalbreng door aandeelhouders op z'n minst evenaart? Als dat zo is, waarom ontvangen werknemers dan niets? Licht hier niet een uitdagende casus voor meer aandelenbezit door werknemers?

Tot slot

Zoals in dit artikel beschreven, zal het fundamentele probleem van mogelijk opportunistisch gedrag van minderheidsaandeelhouders alleen maar groter worden door de komst van de eerder beschreven categorieën nieuwe machtige en activistische aan-

deelhouders, waaronder hedge funds. Gegeven alle vragen in dit artikel denk ik dat er voldoende aanleiding is na te gaan denken over een nieuwe invulling van het vennootschappelijk belang.

Zowel het management als de medewerkers van een onderneming verdienen hun inkomen door hun arbeid. Daarom mogen we aannemen dat zowel management als medewerkers meer aandacht hebben voor het vermogen van hun onderneming om in hun levensonderhoud te voorzien dan de gemiddelde beurspeculant of zakelijke bankier. Dat is ook de reden dat management en medewerkers een onderneming ook meer zien als een sociaal instituut met een maatschappelijke verantwoordelijkheid, dat weliswaar mede tot doel heeft om de aandeelhouders een redelijk rendement op hun investering te geven, maar ook ten dienste staat van de samenleving en daarin een wezenlijke rol speelt.

Het lijkt me dan ook dat zowel management als medewerkers met enige afschuw tegen de notie aankijken dat de 'waarde' van een onderneming kan worden samengevat in de aandelenkoers die de beurs er in de waan van de dag aan wil geven. Zij moeten er al helemaal niet aan denken dat de kortetermijneisen van de aandelenmarkt belangrijker zijn dan de groei van de onderneming op lange termijn. Dit klinkt mogelijk enigszins idealistisch maar ik bedoel daarmee te zeggen dat we in de discussie over corporate governance vooral niet mogen vergeten dat onze beursgenoteerde vennootschappen niet bedoeld zijn als speeltjes voor beurspeculanten. Het zijn instellingen met een grote betekenis en waarde voor onze samenleving.

De leiding is eveneens verantwoordelijk voor het genereren van waarde voor de aandeelhouders. Maar het systeem van verantwoording afleggen dient er één te zijn dat de creatie van waarde toestaat in de context van wat ik zou noemen een visie op 'verlicht kapitalisme'. Het management van beursgenoteerde ondernemingen moet de ruimte worden gegeven om doordachte langetermijnplannen te maken, om geld te verdienen met nuttige producten en diensten. Het management moet daarbij zo min mogelijk afgeleid worden door het voortdurende tumult van de tijdelijke aandeelhouder, die met zijn kortetermijnbelangen baat heeft bij voortdurende conflicten en escalatie.

**Eenvoudiger gesteld:
zijn de revenuen van een
stijging in marktwaaarde
van een onderneming
alleen voorbehouden aan
aandeelhouders?**

14. Het kapitaal van de onderneming. CNV Bedrijvenbond. Utrecht, 14 augustus 2007.