



De Angelsaksische droom

Auteur(s):

Walderveen, T.P. van

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4095, pagina 161, 26 februari 1997

Rubriek:

Redactioneel

Trefwoord(en):

corporate, governance

In het najaar van 1996 bracht de commissie-Peters haar rapport *Corporate Governance in Nederland; een aanzet tot verandering en een uitnodiging tot discussie* uit. De commissie wil de invloed van aandeelhouder op het ondernemingsbeleid 'revitaliseren', via de algemene vergadering van aandeelhouders. De bestaande regels over de zeggenschap van ondernemingen staan niet ter discussie, maar binnen die regels moet de aandeelhouder beter gebruik kunnen maken van de mogelijkheid voor zeggenschap. Het rapport wordt gepresenteerd tegen de achtergrond van een slepend debat tussen het ministerie van Financiën en de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO), waarbij het ministerie streeft naar afschaffing van de beschermingsconstructies tegen aandeelhouders. Nederland moet aansluiting vinden bij de internationale ontwikkeling naar meer marktwerking. Met name het Angelsaksische model, waarin de aandeelhouder voorop staat, lonkt.

De commissie en het ministerie proberen langs verschillende wegen een 'principaal-agent' probleem op te lossen. De agent, hier het bestuur van een onderneming, handelt niet altijd in het belang van de principaal, hier de aandeelhouder die streeft naar maximaal rendement op zijn belegging. Het bestuur kan zijn eigen belang dienen ten koste van de aandeelhouder door zichzelf te hoog te belonen of door groei boven winst te stellen. Ook kan het bestuur in de ogen van de aandeelhouders gewoon te zwak zijn om aan hun rendementseisen te voldoen. Meer invloed van aandeelhouders lijkt gerechtvaardigd omdat tegelijk met het vergroten van winst ook een maatschappelijk doel wordt bereikt, namelijk een efficiënt en dus concurrerend bedrijfsleven. Maar de Nederlandse situatie verschilt van deze Angelsaksische droom door de beknotting van de aandeelhouder.

Is het principaal-agent probleem nijpend en behoeft het een oplossing? In deze ESB laten verschillende auteurs daarover hun licht schijnen. P.W. Moerland, lid van de commissie-Peters, laat zien dat aandeelhouders twee instrumenten hebben: directe zeggenschap of (dreigen met) verkopen van bezit. ([Ieder aandeel een stem](#)) Het probleem is echter dat voor zeggenschap vooral grotere aandelenparticipaties nodig zijn en dit gaat ten koste van de verhandelbaarheid van bezit. De vermogenskosten worden hoger en de koersvorming wordt geschaad. Idealiter, aldus Moerland, zou het aandelenbezit verdeeld moeten zijn over enkele grote aandeelhouders, die wezenlijk invloed kunnen uitoefenen, en een grote groep kleine aandeelhouders om een liquide aandelenmarkt in stand te houden. Zowel de directe disciplinerende als de indirecte, werken dan optimaal. De macht van de aandeelhouder belandt in een fragiel evenwicht, waarvan niet goed duidelijk is hoe het tot stand moet komen en wat de voorstellen van de commissie daartoe bijdragen.

Marten Teenstra ([Storks lange weg naar het Angelsaksische model](#)) beschrijft de situatie bij machinebouwer Stork. Het behagen van de aandeelhouder is daar sinds kort tot expliciete ondernemingsstrategie verheven. Teenstra laat zien dat deze Angelsaksische droom in werkelijkheid vooral leidt tot een behouden terugkeer in een Rijnlandse werkelijkheid, met Rijnlandse beloningsverhoudingen.

Grote scepticus is H.W. de Jong. ([Drie benaderingen van de onderneming](#)) Hij meent dat het beeld van de aandeelhouder als principaal eenzijdig is. Het hoort bij een ondernemingsmodel dat zelfs in de VS weinig voorkomt: de meeste grote ondernemingen beschermen zich daar inmiddels tegen (al dan niet vijandige) overname. Overigens blijken fusies en overnames lang niet altijd extra waarde te creëren. De overname van de NMB-Postbank Groep door Nationale Nederlanden is een voorbeeld. De aandeelhouders van Nationale Nederlanden verloren evenveel als de aandeelhouders van NMB-Postbank wonnen ¹. Schaalvoordelen bij fusies en overnames van grote ondernemingen zijn beperkt. Hooguit vergroot het marktmacht. Dit leidt misschien tot meer winst, maar gaat ten koste van de consument. Een markt voor zeggenschap kan dus ook ongewenste maatschappelijke effecten sorteren. De droom wordt naar, tenzij er sterke mededingingswetgeving bestaat.

In plaats van de aandeelhouder kan met recht de manager, of zelfs de onderneming als geheel, als principaal worden gezien. Dit noemt De Jong de ondernemerstheorie. Als het vooral de manager of in bredere zin de betrokkenen bij de onderneming zijn die de waarde creëren, dan is het voorstellen van de aandeelhouder moeilijk te rechtvaardigen. Tweede-Kamerlid Witteveen-Hevinga bouwt hierop voort. Ze wil de samenstelling en de benoeming van de raad van commissarissen veranderen door vertegenwoordigers van alle belanghebbenden zeggenschap en zitting te bieden. Daarbij horen ook onafhankelijken, bijvoorbeeld het milieubelang te behartigen.

Hoewel dit afwijkt van het Angelsaksische stelsel is het gebaseerd op een soortgelijke droom: dat regels voor directe controle ertoe leiden dat belangen van de betrokkenen daadwerkelijk gediend worden. Het is sterk de vraag of dat zo is. Aandeelhouders hebben vooral verstand van beleggen en kunnen daarom het beste stemmen met de voeten. Managers die hun werknemers misdelen stellen de toekomst van de onderneming (en dus het belang van de aandeelhouder) in de waagschaal. En onafhankelijken die zitting nemen in een raad van commissarissen verliezen snel hun onschuld en onafhankelijkheid. Het algemeen belang is vooral gediend met wetgeving en openheid van ondernemingsgedrag. Formele zeggenschap van aandeelhouders of andere belanghebbenden biedt maar zeer beperkt een

1 H.G. Barkema, De welvaartseffecten van de fusie Nationale Nederlanden -NMB Postbank Groep, *ESB*, 26 februari 1992, blz. 201-204.