

# De functies van aandeelhouders

Er was eens... een tijd waarin onze huidige opvattingen over ondernemingsvormen zijn ontstaan. Die tijd werd gekenmerkt door relatief simpele verhoudingen tussen de betrokkenen bij een onderneming. De onderneming werd geleid door de eigenaar. Deze verschafte het risicodragende vermogen voor de onderneming. Het eigendomsrecht was gekoppeld aan het dragen van het ondernemersrisico. Van het eigendomsrecht waren andere rechten afgeleid, zoals het recht om contracten aan te gaan met de verschaffers van de overige benodigde bedrijfsmiddelen. De aandeelhouder-directeur-eigenaar had dus twee functies: de risico-functie en de leidinggevende functie.

Een eerste complicatie ontstond toen de eigenaar niet meer zelf alle leidinggevende taken kon volbrengen. Het werd nodig om 'managers' aan te stellen, die sommige van deze taken namens de eigenaar uitvoerden. De leidinggevende functie veranderde in een toezichthoudende functie. Een tweede complicatie diende zich aan waar het aandelenbezit versnipperde over vele 'eigenaars'. Deze twee complicaties brachten Berle & Means er al in de jaren dertig toe om te wijzen op de toenemende 'separation of ownership and control' bij grote ondernemingen. De toezichthoudende functie bleek steeds lastiger te organiseren. Daarmee kwam de onderneming terecht in een machtsvacuüm en in een legitimatiecrisis.

In de naoorlogse periode kwam daar nog een trend bij, die door Peter Drucker is benoemd als 'pension fund socialism'. Drucker wees erop dat een steeds groter deel van de ondernemingsfinanciering plaatsvond uit de collectieve geldstromen via pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Zulke institutionele beleggers verdrongen natuurlijke personen als voornaamste verschaffers van risicodragend vermogen. Er vond dus een zekere 'collectivering van de bedrijfsmiddelen' plaats, zij het niet geïnspireerd door Marx, maar door de markt voor collectieve besparingen. Het gevolg is dat de individuele aandeelhouder-spaarder nu niet één, maar twee stappen is verwijderd van de feitelijke bedrijfsuitoefening in de onderneming waarin zijn geld belegd is. Professionele fondsenbeheerders besluiten over de institutionele beleggingen 'namens' de uiteindelijke vermogensverschaffers. De meesten houden zich daarbij aan de 'Wall Street rule': wie het niet (meer) met het management eens is, stemt niet tegen de voorstellen aan de aandeelhouders, maar stemt met de voeten.

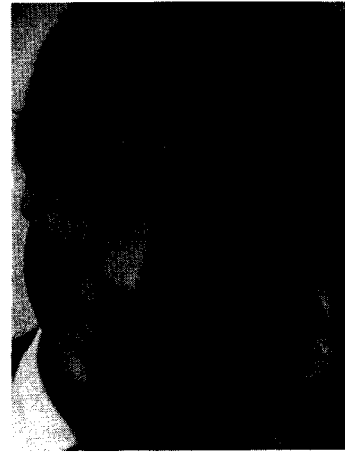
Wie deze ontwikkelingen overziet, concludeert dat de band tussen aandeelhouder en onderneming steeds losser is geworden. Een leidinggevende functie veranderde in een toezichthoudende; die laatste viel echter steeds moeilijker inhoud te geven door een afnemende betrokkenheid van de aandeelhouder bij 'zijn' bedrijf. Ook de risicofunctie kwam in een nieuw daglicht te staan: "To hold equity in a company is to own part of it: that is a legal axiom which has changed hardly at all in more than 100 years. Behind the legal front, however, the functional reality of equity has been transformed. To share-

holders in a typical public company (...) a share is now little more than a betting slip. It is bought at what a shareholder thinks are good odds, to provide winnings that he hopes will be large"<sup>1</sup>.

De vraag of door deze ontwikkelingen onze opvattingen over ondernemingsvormen aanpassing behoeven, komt periodiek op. In Nederland is daar voor het laatst grondig over gediscussieerd in de jaren zestig en zeventig. De consensus die belichaamd werd in nieuwe wetgeving, zag de grote onderneming als een verzelfstandigde en 'vermaatschappelijkte' institutie, waarin arbeid en kapitaal gelijkwaardig vertegenwoordigd dienden te zijn en waarin de toezichthoudende functie primair bij de Raad van Commissarissen was neergelegd.

Recent lijkt deze discussie weer op te laaien. Centraal staat weer de vraag naar de betrokkenheid van aandeelhouders bij de onderneming en de daaraan te ontnemen rechten. Bij velen leeft de wens om de betrokkenheid van aandeelhouders weer op te voeren, mede vanwege het verwachte heilzame effect op het functioneren van de onderneming. Dominant in deze discussie zijn Anglo-Amerikaanse inzichten. Het Anglo-Amerikaanse denken is gebaseerd op een groot vertrouwen in twee markten. De aandelenmarkt wordt vertrouwd voor wat betreft de waardering van individuele aandelen. Daarnaast wordt 'the market for corporate control' vertrouwd voor de identificatie van ondernemingen die onvoldoende presteren en in aanmerking komen voor een overgang in nieuwe handen. Gegeven dit vertrouwen in de werking van beide markten is de aanbeveling duidelijk: laat de markten hun reinigende werking uitoefenen. Het middel is de verwijdering van alle belemmeringen voor aandeelhouders om te reageren op marktsignalen.

Alvorens deze inzichten (geheel) over te nemen, is het goed de praktijk in grote delen van het Europese continent (en Azië) nader te bestuderen. Wij zien dan dat grote ondernemingen vaak deel uitmaken van industriële groepen of een soortgelijke netwerkstructuur. De voornaamste aandeelhouders zijn andere ondernemingen c.q. banken. Blokkerende pakketten aandelen zijn in de bevriende handen van groepsgenoten, vaak in de vorm van kruisparticipaties. 'The market for corporate control' is bijgevolg slecht ontwikkeld. Toch doen de Duitse, Franse en Japanse economie het niet minder dan de Britse en Amerikaanse. Zou het kunnen zijn dat zij een andere oplossing hebben gevonden voor het vraagstuk van de betrokkenheid en de adequate functievervulling van aandeelhouders?



H. Schreuder

1. Punters or proprietors?, *The Economist*, 5 mei 1990, blz. 8.