



De stem in het kapittel

Auteur(s):

Keuzenkamp, H.A.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4199, pagina 281, 16 april 1999

Rubriek:

Van de redactie

Trefwoord(en):

corporate, governance

"Als de ondernemingsstrategie op een achternamiddag in de aandeelhoudersvergadering bepaald moet worden is er iets goed mis". Aldus Morris Tabaksblat, ondernemer¹. De aandeelhouder moet volgens de scheidende bestuursvoorzitter van Unilever goed geïnformeerd worden over het beleid en in het uiterste geval de directie weg kunnen sturen, maar niet over de schouder van de ondernemer mee willen besturen. Hiermee neemt hij voorzichtig afstand van de commissie-Peters, die de aandeelhouder meer invloed op het ondernemingsbeleid wil geven.

Als de belegger zich niet met het ondernemingsbeleid mag bemoeien, dan rest hem weinig anders dan te stemmen met de voeten. 'Exit', noemt Hirschman deze strategie². Hij meent dat dit het typische machtsmiddel van de markt is, en bij uitstek van de Amerikaanse aandelenmarkt. Tabaksblat vindt dat best. De Vereniging van Effectenbezitters meent echter dat een aandeel in het kapitaal recht geeft op een stem in het kapittel. 'Voice', in het jargon van Hirschman. De commissie-Peters wil die stem van de aandeelhouder versterken. Maar Hirschman onderscheidt nog een derde, subtieler machtsmiddel: 'loyalty'. De angst om loyaliteit te verliezen kan effectief zijn, vooral als lange-termijn relaties veel waarde hebben. Dat geldt voor Duitse banken, die nauwe banden met ondernemers hebben. Nederlandse institutionele beleggers overwegen eenzelfde rol. Tabaksblat waarschuwt echter dat ook deze beleggers zich terughoudend moeten opstellen. Ondernemen is hun vak niet.

Macht (en daarmee exit, voice en loyalty) is belangrijk op het moment dat belangen uiteen lopen. Volgens de principaal-agent benadering is daarvan inderdaad sprake. De principaal (aandeelhouder) laat een agent (de directie) het werk doen, maar is niet zeker of de agent het belang van de principaal behartigt, of zijn eigenbelang. Een antwoord op dit vraagstuk is het synchroniseren van de belangen van principaal en agent. Dat is goedkoper dan het uitoefenen van macht. Zo'n synchronisatie is de beloning van directies afhankelijk te maken van prestaties³. Naast een winstgerelateerde uitkering is daarvoor vooral een uitkering in aandelenopties populair.

De top van AEGON, die volgens *NRC Handelsblad* het afgelopen jaar een bedrag van honderd miljoen gulden aan opties verzilverde, kan er over meepraten. De hoogte van de AEGON-bonus is sterk bekritiseerd (niet alleen door politici - AKZO-bestuurder Van der Lede noemde de bonus zelfs pervers). Vanuit economisch perspectief lijkt de kritiek onjuist, tenzij je een winst- en koersexplosie ook pervers vindt. Ook moreel gezien is het optieregime van aegon aanvaardbaar, omdat gewone werknemers er royaal in meedelen. Interessanter dan de publieke opinie of die van een bestuurder van een bedrijf waar het aandelenrendement de afgelopen twaalf maanden minus 25% was, is de mening van de aandeelhouders over aegon. De Vereniging van Effectenbezitters is niet enthousiast. Op de veb-ranglijst voor corporate governance scoort AEGON (waar Peters overigens bestuursvoorzitter was en nu, met Tabaksblat, commissaris is) een dikke onvoldoende: 4,6 op een schaal van 10,9 (dat is nog beroerder dan Baan). Maar de vereniging is de aandeelhouder niet. Deze heeft weinig reden tot klagen, met een gemiddeld rendement over de afgelopen tien jaren van 43%. Per jaar. AEGON-bezitters die voor 'exit' kozen wegens de matige score voor corporate governance zullen daar flinke spijt van hebben.

Dat de VEB-parade van goede corporate governance weinig correleert met goed ondernemerschap tonen de kop- en staartposities. Heineken is met 6,9 punten koploper. Waarschijnlijk omdat de bierbrouwer geen structuurvennootschap is, zodat in theorie de aandeelhouders veel zeggenschap hebben. In de praktijk valt dat tegen: er is een meerderheidsaandeelhouder met 50,005 procent van de aandelen. Dubieus is dat er geen toelichting wordt gegeven op het verband tussen prestaties (de nettowinst steeg met ruim een kwart) en beloning van bestuurders (die meer dan verdubbelde; de Heineken-bestuurders hebben overigens geen opties). VEB-hekkensluiser Wolters-Kluwer (score 1,7) heeft over de afgelopen twaalf maanden een rendement en koers-winstverhouding die nagenoeg identiek is aan die van Heineken. Wolters-Kluwer doet wel aan opties om de betrokkenheid van managers bij de onderneming te versterken.

Tabaksblat heeft gelijk dat het zinloos is om de corporate governance van bedrijven te beoordelen op de score voor de veertig aanbevelingen van de commissie-Peters. Als er iets blijkt uit het vergelijken van wat jaarverslagen, dan is het dat de veb-score van weinig belang voor de aandeelhouder is. Tabaksblat wil eerherstel voor 'exit' boven 'voice'. Misschien wel zijn belangrijkste aanbeveling is dat openheid, ook over de bezoldiging van bestuurders daarvoor essentieel is. Op dat vlak kunnen alle bovengenoemde ondernemingen een voorbeeld nemen aan Koninklijke Olie. Alwaar overigens de prestatiebeloning vorig jaar achterwege bleef, wegens gevallende resultaten.

2 A.O. Hirschman, *Exit, voice and loyalty, responses to decline in firms, organizations and states*, Harvard University Press, 1970. Zie ook L. Lowenstein, *What's wrong with Wall Street, short-term gains and the absentee shareholder*, Addison Wesley, 1988.**3**

3 Zie R.K. Aggarwal en A.A. Samwick, The other side of the trade-off: the impact of risk on executive compensation, *Journal of Political Economy*, 1999, blz. 65-105.