



Een nieuwe visie op het aandeel

Auteur(s):

Romme, A.G.L.

Endenburg, G.

*Universitair hoofddocent respectievelijk honorair hoogleraar bij de vakgroep Managementwetenschappen van de Universiteit Maastricht.**Endenburg is daarnaast directeur van het Sociocratisch Centrum Nederland, en ex-directeur van Endenburg Elektrotechniek BV.***Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4168, pagina 712, 25 september 1998

Rubriek:**Trefwoord(en):**

corporate, governance

De kapitaalmarkt vormt een voedingsbodem voor beursfraude, bedrijfsblindheid en klachten van beleggers over gebrek aan invloed op beursgenoteerde ondernemingen. Er is een herbezinning nodig op de rol van het aandeel, bijvoorbeeld in de vorm van het consent-aandeel. Het consent-aandeel draagt bij aan een moderne invulling van eigendomsverhoudingen waarin aandeelhouders gelijkwaardig zijn aan andere belanghebbenden, zoals verschafters van arbeid en kennis.

De sterk verouderde structuur van de kapitaalmarkt vormt een vruchtbare voedingsbodem voor bedrijfseconomische misstanden. Denk aan het recente beursschandaal op het Damrak, raden van commissarissen die hun ogen sluiten voor de harde werkelijkheid in hun ondernemingen, berichten over misbruik van middelen en bevoegdheden in diverse ondernemingen, en de aanhoudende klachten van beleggers en andere aandeelhouders over de geringe invloed die zij hebben op beursgenoteerde ondernemingen. Op basis van een herbezinning op de structuur van de kapitaalmarkt, en in het bijzonder de rol van het aandeel, pleiten we voor een mogelijke oplossing in de vorm van het zogenaamde consent-aandeel.

Het betoog is als volgt opgebouwd. Eerst bespreken we hoe de structuur van de kapitaalmarkt de genoemde problemen oproept of bevordert. Vervolgens wordt nader ingegaan op de rol van het aandeel en de aandeelhouder in deze problematiek. Daarna verkennen we de mogelijke bijdrage van het consent-aandeel en een daarmee samenhangende nieuwe vennootschapsvorm.

Hoe de kapitaalmarkt opportunistisch werd

Van oudsher is de kapitaalmarkt een markt waar transacties tot stand komen die zijn gebaseerd op duurzaamheid en wederzijdse betrokkenheid, ofwel een win-win relatie in het moderne managementjargon. Deze structuur van de kapitaalmarkt is ontstaan in het (pre) industriële tijdperk waarin enerzijds financiële middelen zeer beperkt voorhanden waren en anderzijds de behoefte aan kapitaal snel steeg. Omdat de ontwikkeling van intermediaire organisaties (zoals beleggingsfondsen en effectenbanken) en publieke regelgeving op het terrein van financiële verslaggeving nog in de kinderschoenen stonden, waren zowel vragers als aanbieders op de kapitaalmarkt aangewezen op duurzame vertrouwensrelaties. In dezelfde periode is ook het ondernemingsrecht, vooral in de vorm van rechtspersonen zoals de besloten en naamloze vennootschap en de eenmanszaak, tot wasdom gekomen. Al deze rechtspersonen zijn gebaseerd op de veronderstelling dat de financiële eigenaar de ultieme bron van formele macht en bevoegdheid is en moet zijn ¹.

Door de ontwikkeling naar goed georganiseerde en gereguleerde kapitaalmarkten, zoals de Amsterdamse beurs, werd het aandeel een financieel product dat zonder directe bemoeienis van de kapitaalnemer verhandelbaar is tussen kapitaalverschaffers onderling. Hierdoor ontstaat een win-verliesrelatie tussen potentiële kapitaalverschaffers. Dit is de voedingsbodem voor de 'winner takes all'-cultuur van de financiële wereld, waarin koersontwikkelingen vooral bepaald worden door strategisch en opportunistisch handelen van de deelnemers, en in beperkte mate door de reële waarde van de ondernemingen. Zo is de kapitaalmarkt gaandeweg in een isolement ten opzichte van het beursgenoteerde bedrijfsleven geraakt (en vice versa).

Scheiding tussen eigendom en leiding

De scheiding tussen financiële eigendom en ondernemingsbestuur wordt als het centrale probleem van 'corporate governance' gezien ². Enerzijds zijn beide partijen als kapitaalverschaffer en kapitaalnemer op elkaar aangewezen, anderzijds is sprake van een grote kloof tussen de financiële en de economische sector. Door de scheiding tussen aandeelhouder en onderneming en het gebrek aan afstemming tussen beide partijen door anonieme beurstransacties is er nauwelijks overlap tussen de normen, waarden en handelingsstrategieën van beide sectoren. Van oudsher worden de ongewenste gevolgen van een te ver gaande scheiding tussen eigendom en ondernemingsleiding vooral waargenomen bij het management van grote vennootschappen. Berle en Means waarschuwden bijvoorbeeld al in 1932 dat het management van dergelijke vennootschappen de feitelijke bestuurlijke macht over de onderneming in handen krijgt en bij gebrek aan effectieve controle door aandeelhouders deze macht in zijn eigen belang kan aanwenden. Het industrialisatieproces dat zich vanaf de tweede helft van de vorige eeuw heeft voltrokken heeft niettemin sterk geprofiteerd van deze scheiding. De voordelen van professioneel management en van vermogensverwerving uit onbeperkte kring konden duurzaam worden gecombineerd, en bovendien konden de financiële ondernemingsrisico's over een groot aantal kapitaalverschaffers worden gespreid ³. Meer recent zijn ook door kapitaalverschaffers ongewenste gevolgen van de scheiding tussen eigendom en leiding geconstateerd, zoals in de vorm van beursfraude en de geringe invloed van aandeelhouders op beursgenoteerde vennootschappen.

Onbestuurbaarheid en ongewenst gedrag

Uit de systeemtheorie is bekend dat een te ver doorgevoerde scheiding tussen twee subsystemen, in dit geval de kapitaalverschaffers en de onderneming, feitelijk geen mogelijkheden tot sturing biedt, dat wil zeggen, een onbestuurbaar systeem tot gevolg heeft en daarmee onherroepelijk ongewenste gevolgen zoals misbruik van middelen, illegaal gedrag, fraude en dergelijke oproept⁴. Deze onbestuurbaarheid doet zich voor vanuit het perspectief van de aandeelhouder, bijvoorbeeld in de vorm van een gebrek aan controle op het ondernemingsbestuur, maar evenzeer vanuit het gezichtspunt van de ondernemingsleiding in de vorm van bijvoorbeeld een gebrekkige afstemming tussen financieel beleid en ondernemingsstrategie of beursfraude door aandeelhouders of andere beurspartijen.

Dit is wellicht een ongebruikelijk stelling, en verdient daarom nadere toelichting. We doen dit aan de hand van een van de klassieke fraudeverschijnselen op de kapitaalmarkt, namelijk het ongeoorloofd gebruik van voorinformatie. Gewoonlijk wordt deze vorm van beursfraude geweten aan een combinatie van (a) onethisch opportunistisch handelen van beursactoren, (b) de grote financiële winsten die op korte termijn kunnen worden geboekt, en (c) een gebrek aan toezicht op de vele duizenden financiële transacties die dagelijks op de beursvloer plaatsvinden. Deze analyse is op zichzelf correct maar ons inziens ook oppervlakkig. Immers, de gespletenheid en gebrek aan sturing van de relatie tussen kapitaalverschaffers en ondernemingen in samenhang met de win-verliesstructuur van de kapitaalmarkt roept onherroepelijk 'ongeoorloofd' gedrag op. De vraag hoe vaak dit voorkomt, en welke beurspartijen hieraan schuldig zijn, is dan eigenlijk minder interessant omdat deze en andere vormen van beursfraude onlosmakelijk deel uitmaken van de manier waarop de kapitaalmarkt en de relatie tussen kapitaalverschaffers en ondernemingen is georganiseerd.

De recente berichten over grootschalige financiële fraude op de Amsterdamse beurs, evenals bijvoorbeeld de fraudeschandalen op Wall Street in de jaren tachtig, vormen desalniettemin naar alle waarschijnlijkheid slechts het topje van een ijsberg. Eenzelfde analyse is aan te treffen in een recente studie van Abolafia naar de ontwikkeling van de New Yorkse beurs in de jaren zeventig, tachtig en negentig⁵. Abolafia constateert dat zelfregulering en overheidsinterventie van de financiële wereld onderhevig is aan een cyclische beweging. Indien het opportunistische, agressieve marktgedrag van beurspartijen tot teveel fraude en misbruik leidt die door de publieke opinie wordt veroordeeld, dan grijpen de verantwoordelijke beursorganisaties in door beperkende maatregelen te nemen, al dan niet aangevuld met overheidsingrijpen. Bovendien neemt naarmate de tijd vordert het draagvlak en de effectiviteit van de genomen maatregelen sterk af, totdat het opportunistisch gedrag van marktpartijen weer tot duidelijk zichtbare en onacceptabele vormen van fraude, wangedrag of misbruik leidt⁶. Elke vorm van (verbeterd) toezicht is dus uiteindelijk slechts een vorm van symptoombestrijding indien de winst-verliesstructuur van de kapitaalmarkt en de scheiding tussen aandeelhouder en onderneming niet wezenlijk verandert.

Formele versus feitelijke macht van aandeelhouders

De schaarste aan financiële middelen is in de loop der tijd nevensgeschikt en in veel bedrijfstakken zelfs ondergeschikt geraakt aan de schaarste van menselijke kennis, intelligentie en creativiteit. In dit verband benadrukken veel auteurs de opkomst van de kennissamenleving waarin het belangrijkste kapitaal bestaat uit het vermogen steeds weer nieuwe vaardigheden en kennis te genereren⁷. Als deze ontwikkelingen serieus worden genomen, komt ook de traditionele invulling van eigendomsverhoudingen ter discussie te staan.

Een belangrijk punt van kritiek op het rapport Corporate governance in Nederland van de commissie-Peters is dat het zich nagenoeg volledig richt op het samenspel van toezicht (raad van commissarissen), leiding (raad van bestuur) en kapitaalverschaffers (aandeelhouders). Hoe kan een zinnig oordeel worden geveld over corporate governance zonder de werknemers en andere betrokkenen daarbij te betrekken?

Bovendien is in de praktijk het financiële eigendom en de daaruit voortvloeiende zeggenschap via de aandeelhoudersvergadering van beursgenoteerde ondernemingen verwaterd door allerlei beschermingsconstructies en de spreiding van het aandelenbezit, waardoor de speelruimte voor de ondernemingsleiding enorm is toegenomen ten koste van de invloed van de aandeelhouders. De gedragsregels en richtlijnen die door de commissie-Peters en minister Zalm zijn voorgesteld om aandeelhouders meer invloed op de ondernemingen te kunnen laten uitoefenen zijn slechts symptoombestrijding, zoals ook elders is geconstateerd⁸.

Tot op heden ontbreekt een fundamenteel debat over corporate governance en in het bijzonder de structuurvennootschap als juridisch kader voor het effectief functioneren en presteren van ondernemingen. De structuurvennootschap lijkt als rechtspersoon niet meer bij de tijd en vormt een struikelblok voor daadwerkelijke medezeggenschap van aandeelhouders en andere belanghebbenden. Dit vraagt om een fundamentele herbezinning op de rol van de aandeelhouder. Deze herbezinning zal vooral betrekking moeten hebben op de relatie tussen eigendom en zeggenschap. Momenteel heeft de aandeelhouder-eigenaar, in ieder geval op papier, volledige zeggenschap over de onderneming. Indien één aandeelhouder de meerderheid van de aandelen bezit kan hij, eventuele beschermingsconstructies daargelaten, de hele onderneming dus verkopen of opheffen ongeacht of de leiding en de medewerkers van deze onderneming dat ook gewenst vinden. Dit formele machtsmonopolie van de aandeelhouder vloeit voort uit het traditionele aandeel, dat is gekoppeld aan een formele overmachtspositie ten opzichte van het hoogste besluitvormingsorgaan, onder meer wat betreft verkoop of opheffing van de onderneming, benoeming van commissarissen en de verdeling van het bedrijfsresultaat.

Het consent-aandeel en de topkring

Een herbezinning op de relatie tussen aandeelhouder en onderneming dient te beginnen bij het concept van eigendom. Vooral de vanzelfsprekendheid waarmee financiële eigendom in de vorm van aandelen veelal gelijk wordt gesteld aan het eigendom van de onderneming kan ter discussie worden gesteld.

Een interessante aanpak is een recent ontwikkeld ontwerp voor een nieuwe vennootschapsvorm die is gebaseerd op het zogenaamde consent-aandeel. Een consent-aandeel geeft recht op deelname in het hoogste besluitvormingsorgaan van de onderneming waarin beslissingen worden genomen met wederzijds consent. Dat wil zeggen dat een voorstel is aangenomen wanneer geen van de deelnemers daartegen een overwegend en beargumenteerd bezwaar heeft. De eerder genoemde win-wingedachte is in deze nieuwe vennootschapsvorm concreet uitgewerkt voor de samenwerking tussen aandeelhouders (of een vertegenwoordiger daarvan), andere belanghebbenden en de onderneming zelf, en biedt veel grotere mogelijkheden tot sturing en zeggenschap dan in de traditionele

rechtspersonen het geval is. De kapitaalverschaffer kan in deze vennootschap de bedrijfsvoering direct beïnvloeden, maar kan dat niet doen ten koste van de invloed van anderen. Deze nieuwe rechtspersoon betreft overigens een hernieuwde uitwerking van een al langer door de Nederlandse overheid erkende juridische constructie, in de vorm van een gecombineerde stichting-vennootschap die ook vrijstelling kan geven van de verplichting om een ondernemingsraad in te stellen⁹.

Het doel van de nieuwe rechtspersoon is een juridische constructie waardoor alle belanghebbenden kunnen deelnemen aan de zeggenschap en de verdeling van de resultaten op basis van gelijkwaardigheid in de besluitvorming. In het toporgaan van die nieuwe rechtspersoon, de zogenaamde topkring, zijn de belanghebbenden samengebracht: dat wil zeggen de voormalige raad van commissarissen in de vorm van een aantal externe deskundigen op onder meer financieel en juridisch gebied, de directie en de gekozen personeelsvertegenwoordiging. De kapitaalverschaffer maakt als financieel deskundige deel uit van dat toporgaan en kan aan de besluitvorming met consent deelnemen. De condities voor een win-win situatie zijn daarmee voor alle betrokkenen gemaakt. De kenmerkende eigenschappen van het traditionele aandeel zijn bovendien deels aangepast:

- » het consent-aandeel geeft recht op deelname aan de besluitvorming met consent in de topkring; dit kan via directe deelname van de kapitaalverschaffer of via een afgevaardigde die in de Algemene Vergadering van consent-aandeelhouders wordt gekozen; een en ander wordt op het aandeelbewijs expliciet aangegeven;
- » het consent-aandeel geeft recht op een deel van het resultaat van die rechtspersoon volgens een zodanige vaste verdeelsleutel dat ook de andere belanghebbenden daar een deel van kunnen krijgen;
- » het consent-aandeel is evenals andere aandelen in principe vrij verhandelbaar; de topkring van de vennootschap besluit over de uitgifte van nieuwe consent-aandelen en certificaten;
- » de bestuurlijke verbinding vanuit de vennootschap naar de Algemene Vergadering van aandeelhouders wordt gevormd door een dubbele koppeling¹⁰, dat wil zeggen dat directie en personeelsafvaardiging van de vennootschap deelnemen in de Algemene Vergadering van aandeelhouders;
- » de Algemene Vergadering van aandeelhouders is verantwoordelijk voor het formuleren en vaststellen van het financieel-economisch beleid van de vennootschap; de topkring van de vennootschap bewaakt de uitvoering van dit beleid.

Het consentbeginsel en de bestuurlijke verbindingen beogen een goede en tijdige afstemming tussen het financieel beleid van de aandeelhoudersvergadering en de (controle op de) bedrijfsvoering. Dit betekent dat bijvoorbeeld een ingrijpend investeringsvoorstel door de financiële deskundige in de topkring kan worden tegengehouden, ook wanneer de overige leden er allen vóór zijn. Het betekent ook dat een door de aandeelhouders gewenste financiële constructie geblokkeerd kan worden door inhoudelijke bezwaren van andere deelnemers in de topkring. Met andere woorden, het feit dat alle primaire belanghebbenden qualitate qua consentrecht hebben, dwingt tot het zoeken naar oplossingen waartegen geen van de betrokkenen een overwegend bezwaar heeft.

In november 1997 werd het eerste consent-aandeel van de Rotterdamse onderneming Endenburg Elektrotechniek uitgereikt aan een van de medewerkers van dit bedrijf. De eerste ervaringen met consent-aandelen in deze onderneming laten zien dat het een uitstekende manier kan zijn om het eigen vermogen onder te brengen bij diegenen die het gegeneerd hebben, namelijk de kapitaal- en arbeidverschaffers. Het consent-aandeel vormt aldus een concrete uitwerking van de uitgangspunten van wat ook bekend staat als het 'stakeholdermodel', dat impliceert dat de doelstelling of missie van een onderneming breder gedefinieerd moet worden dan alleen de maximalisatie van aandeelhouderswaarde.

Door invoering van het consent-aandeel zal mogelijk een vervaging van het klassieke eigendomsbegrip optreden, maar deze begripsvervaging is onvermijdelijk en bovendien in de praktijk al langer gaande. Voor wat betreft de economische en fiscale aspecten zijn de implicaties van het consent-aandeel nog enigszins onduidelijk, mede als gevolg van het gebrek aan een wettelijk kader.

Conclusies

We begonnen dit artikel met een opsomming van op het eerste gezicht los van elkaar staande verschijnselen en problemen, zoals beursfraude, misbruik van middelen en bevoegdheden door ondernemingsleiding, en de geringe invloed die aandeelhouders hebben op beursgenoteerde ondernemingen. Naar aanleiding hiervan hebben we betoogd dat

- » de win-verliesstructuur van de kapitaalmarkt de eigenlijke win-wingedachte achter de relatie tussen aandeelhouder en onderneming naar de achtergrond heeft gedrukt en in feite heeft geleid tot een sterke scheiding tussen de financiële wereld en het beursgenoteerde bedrijfsleven;
- » deze scheiding de relatie tussen aandeelhouder en onderneming onbestuurbaar maakt en illegaal gedrag oproept;
- » de exclusieve machtspositie die formeel nog steeds door de kapitaalverschaffer wordt ingenomen niet in overeenstemming is met het toenemende belang van de menselijke factor in het bedrijfsproces, en bovendien in de praktijk door onder meer beschermingsconstructies vrijwel geheel is uitgehouden.

Indien men naar structurele verbeteringen en oplossingen streeft, en niet alleen wil volstaan met evenzeer noodzakelijke symptoombestrijding, dan is een fundamentele herbezinning op de verouderde structuur van de kapitaalmarkt noodzakelijk. Het consent-aandeel, wellicht als onderdeel van wetsvoorstellen voor een nieuwe rechtspersoon, kan hierbij een eerste stap zijn.

Zie ook:

1 F. Galgano, The allocation of power and the public company in Europe, in: R.R. Drury en P.G. Xuereb (red.), *European company laws: a comparative approach*, Aldershot, Dartmouth, 1991; H. Hansmann, *The ownership of enterprise*, Harvard University Press, Cambridge, 1996.

2 Zie bijvoorbeeld A. Berle en G. Means, *The modern corporation and private property*, Commerce Clearing House, New York, 1932; M. Blair, *Ownership and control*, Brookings Institution, Washington, 1995; E. Fama en M.C. Jensen, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 1983, blz. 301-326.

3 P.W. Moerland, Ontwikkelingen rondom corporate governance, *Tijdschrift voor Corporate Finance*, 1996, najaar, blz. 6-20.

4 Zie bijvoorbeeld P. Checkland en J. Scholes, *Soft systems methodology in action*, Wiley, Chichester, 1990. Deze onbestuurbaarheid wordt met name zichtbaar in crisissituaties waarin het vermogen van de organisatie tot probleemoplossing en sturing zeer beperkt blijkt te zijn, zoals benadrukt door C. Luscuere, De werknemers, *ESB*, 3 april 1985, blz. 334-335.

5 M.Y. Abolafia, *Making markets: opportunism and restraint on Wall Street*, Harvard University Press, Cambridge, 1996.

6 Op basis van zijn studie van de verschillende onderdelen van de New Yorkse beurs concludeert Abolafia (1996, op.cit.) dat zelfregulering op de beursvloer en door de eigen beursorganisaties de meest effectieve manier is om fraude en dergelijke in te dammen. Overheidsingrijpen door bijvoorbeeld extra gedragscodes of verplichte melding van verdachte transacties is alleen doeltreffend in combinatie met zeer krachtig ingrijpen door de financiële wereld zelf. Er is geen reden te veronderstellen dat deze analyse niet ook opgaat voor het Damrak en andere financiële markten. In dit opzicht passen de verschillende initiatieven die recentelijk zijn genomen door de Amsterdamse beurs goed in het streven naar meer zelfregulering als reactie op de publieke verontwaardiging over de fraudeberichten.

7 P.F. Drucker, *Post-capitalist society*, Butterworth Heinemann, Oxford, 1993; I. Nonaka en H. Takeuchi, *The knowledge-creating company*, Oxford University Press, New York/Oxford, 1995.

8 A.W.A. Boot, Corporate governance: een breder perspectief, *MAB*, 1996, blz. 640-644; H.J. de Kluiver, *Machtsstrijd en machtsovername in kapitaalvennootschappen*, Kluwer, Deventer 1996. Het is de vraag of het eigenlijk wel verstandig is om aandeelhouders binnen de huidige vennootschapstructuur meer zeggenschap te geven. Immers, de scheiding tussen eigendom en leiding van beursgenoteerde ondernemingen kan worden gezien als een reactie op het inadequate en verouderde kader van het vennootschapsrecht. Binnen dit juridisch kader is de ondernemingsleiding de partij die met de meeste kans van slagen de belangen van verschillende stakeholders in de onderneming op een noemer kan brengen.

9 Deze constructie bestaat uit een vennootschap waarvan de aandelen zijn ondergebracht in een Stichting-Administratiekantoor. In algemene zin wordt deze constructie wel vaker toegepast. Het specifieke van de hier bedoelde combinatie van rechtspersonen wordt gevormd door de personele invulling van de raad van commissarissen van de vennootschap: de personele samenstelling van de raad van commissarissen van de vennootschap is identiek aan die van het hoogste orgaan van de Stichting-Administratiekantoor. Hierdoor is het mogelijk de kenmerkende eigenschappen van het traditionele aandeel, namelijk de volledige zeggenschap over en het recht op alle resultaten van de betrokken vennootschap, te veranderen. Vanaf 1984 is in een aantal ondernemingen met deze rechtspersonenconstructie gewerkt.

10 Het principe van de dubbele koppeling wordt uitvoerig beschreven in: G. Endenburg, *Sociocratie als sociaal ontwerp*, Eburon, Delft, 1992; A.G.L. Romme, Organizational learning, circularity and double linking, *Management Learning*, 1997, blz. 149-160.