

Nieuw aandeelhoudersmodel voor duurzaam ondernemen

Stimuleert het huidige aandeelhoudersmodel de beursgenoteerde bedrijven wel voldoende om maatschappelijk verantwoord te ondernemen? In dit artikel wordt een aandeelhoudersmodel voorgesteld, waarin ook werknemers, toeleveranciers en milieuorganisaties een actieve rol kunnen spelen.

Een onderneming wordt in de financieringsliteratuur op verschillende manieren omschreven. In de neoklassieke literatuur van de jaren 60 en 70 wordt een onderneming opgevat als een bundel van reële investeringsprojecten die tot doel hebben een zo groot mogelijke kasstroom voort te brengen. In dat technocratische perspectief wordt de economie vooral gedefinieerd in termen van het creëren van kasstromen als een economisch doel op zichzelf. Meer recente literatuur (Dobson, 1997; Derwall, 2007) en ook recente oproepen uit het bedrijfsleven (bijvoorbeeld de tachtig topmanagers en zakenlieden die in Het Financieele Dagblad van 13 december 2006 de politiek oproepen om zich sterk te maken voor het milieu) benadrukken de aandacht voor de menselijke en milieugebonden elementen van het ondernemen.

Maatschappelijk verantwoord ondernemen en duurzaam beleggen

Deze oproep appelleert aan de huidige trend van het maatschappelijk verantwoord ondernemen (mvo) van de laatste jaren. Maatschappelijk verantwoord ondernemen wordt in vele definities en omschrijvingen weergegeven. Veelal wordt dit concept gesitueerd op het snijvlak van de sociale aspecten van de onderneming, het milieu en de economie. Hoewel

deze omschrijving duidelijk de intentie van het ondernemen aangeeft, blijft er veel ruimte voor eigen interpretatie. Gelijktijdig met de ontwikkeling van maatschappelijk verantwoord ondernemen, is er een parallelle ontwikkeling gaande op het gebied van het sociaal verantwoord beleggen, ook wel ethisch of duurzaam beleggen genoemd. Deze markt is eind zeventiger jaren tot stand gekomen in de Verenigde Staten en kent de laatste jaren vooral een toenemende populariteit in Europa en Australië. Waar mvo meestal wordt geïnitieerd door het bestuur en management van bedrijven, de potentiële vraagkant van duurzaam vermogen, wordt duurzaam beleggen vooral door beleggers, financiële instellingen en institutionele beleggers vormgegeven. Dit is de aanbodkant van de duurzame financiële markten. Ook duurzaam beleggen komt in vele vormen en definities. Voorbeelden zijn: sociale beleggingen, ethische beleggingen of groene beleggingen. Allen hebben ze gemeen dat in de keuze van de ondernemingen waarin belegd wordt niet alleen wordt gekeken naar het verwachte risico en rendement van ondernemingen, maar dat er additionele sociale of milieutechnische eisen worden gesteld aan de onderneming. Tabel 1 brengt de omvang van de duurzame beleggingen en besparingen in Nederland in kaart voor de periode 1995–2005. Tabel 1 laat zien dat in Nederland de gemiddelde omvang van het duurzame sparen en beleggen (+ 52,2 procent) in het laatste decennium aanzienlijk sneller is gegroeid dan het reguliere sparen en beleggen (+ 9,3 procent), maar dat met een marktaandeel van 2,9 procent in 2005 gesproken moet worden over een niche markt van het financiële systeem.

tabel 1

Duurzaam sparen en beleggen in Nederland, in miljarden euro's per jaar, 1996-2005

	Duurzaam			Regulier		
	1996	2005	Gem. % stijging per jaar	1996	2005	Gem. % stijging per jaar
Sparen	1,1	6,7	50,9	111,9	211	8,9
Beleggen	0,35	2,7	67,1	53,8	110	10,4
Totaal	1,5	9,4	52,1	166	321	9,3
Marktaandeel:						
Sparen	1,0%	3,2%				
Beleggen	0,7%	2,5%				
Totaal	0,9%	2,9%				

Bron: Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO)

Gangbare kritiek op duurzaamheid

Waarom is duurzaam beleggen en sparen na al die jaren nog steeds een niche markt? Laten we beginnen met het fameuze citaat van Friedman uit 1970: "The social responsibility of business is to increase its profits" (New York Times Magazine, 13 Sept. 1970). Friedman argumenteerde dat ondernemingen bij uitstek geschikt zijn om economisch rendabele projecten uit te voeren en dat dat tevens hun primaire taak is. In die tijd gold dat de overheid de aangewezen instantie was om zorg te dragen voor de sociale verantwoordelijkheid in de samenleving. Volgens Friedman waren ambtenaren daar ook speciaal voor opgeleid, net zoals ondernemers economische projecten moeten uitvoeren omdat dat precies hetgeen is waar zij voor zijn opgeleid. Met andere woorden: schoenmaker blijf bij je leest. De moderne kritiek op duurzaamheid is nog steeds afgeleid van dat standpunt uit 1970. Daarin wordt gesteld dat bedrijven het eigendom zijn van aandeelhouders. Ieder bedrag dat wordt besteed aan zogenaamd maatschappelijk verantwoord ondernemen is feitelijk diefstal door de bestuurders van de aandeelhouders, die immers voor zichzelf kunnen bepalen wat zij aan goede doelen willen geven. Dit standpunt is theoretisch correct maar de vraag is of het nog past in de huidige tijd? Zijn overheden nog voldoende sterk in het economisch proces vertegenwoordigd om de volledige verantwoordelijkheid te nemen voor de sociale omstandigheden in een land? Of moeten het bedrijfsleven en particuliere belangengroeperingen zoals Greenpeace en Oxfam/Novib etc. hierin een rol spelen? (Civil Society).

Het in de titel genoemde aandeelhoudersmodel voor duurzaam ondernemen pretendeert de verbinding te leggen tussen duurzame beleggingen enerzijds en verantwoord ondernemen anderzijds. Vertrekpunt is de huidige wetgeving, waarin naamloze en besloten vennootschappen rechtspersonen zijn waar de ultieme zeggenschap over de onderneming in handen is van de aandeelhouder. In de tegenwoordige praktijk van de beursgenoteerde nv's heeft de aandeelhouder het dagelijkse management gedelegeerd aan het bestuur van de onderneming. In Nederland bestaat het bestuur over het algemeen uit een raad van bestuur en een raad van commissarissen. Dit is een functionele splitsing tussen uitvoerende taken enerzijds en toezichthoudende taken anderzijds. De crux van de kritiek van het financieel duurzaam ondernemen op het reguliere aandeelhoudersmodel kan worden afgeleid van het juridische feit dat de aandeelhouder slechts beperkt financieel aansprakelijk is voor zijn belegging. In artikel 1: 64 lid 1 BW, staat: "Een aandeelhouder is niet persoonlijk aansprakelijk voor hetgeen in naam van de vennootschap wordt verricht en is niet gehouden boven het bedrag dat op zijn aandeel behoort te worden gestort in de verliezen van de vennootschap bij te dragen". Deze beperkte aansprakelijkheid van de aandeelhouder verzwakt het morele recht van de aandeelhouder/belegger om de ultieme zeggenschap onbeperkt uit te oefenen.

Financiële duurzaamheid macro-economisch bezien

In de macro-economie wordt de economische productie afhankelijk gesteld van drie productiefactoren: $X = f(A, K, N)$. Productie (X) is hier een functie van Arbeid (A), Kapitaal (K) en Natuur (N). Vroeger stond er in de plaats van de productiefactor natuur de term grond. Vooral in de 19e en 20e eeuw was dat een belangrijk element in de macro-economische productie toen de landbouwsector nog een substantieel gedeelte van de economie uitmaakte. De term grond is in bovenstaande productiefunctie vervangen door natuur, omdat in de moderne economie de natuur niet alleen productief bedoeld is, maar eveneens restrictief kan zijn. Productief zijn zaken als grond, zon en wind, terwijl de beperkingen van de natuur liggen bij de dreigende milieuschade. Het grote probleem van het milieu is dat er geen representanten zijn met voldoende economische macht om de abstracte belangen op een juiste manier te vertegenwoordigen. Zolang milieukosten nog niet in de reguliere prijsvorming verwerkt zijn, zijn de milieu-organisaties nog steeds afhankelijk van donaties van de overheid en idealistische particulieren.

De factor arbeid is de tweede productiefactor van groot belang in het economische proces. De machtsstrijd tussen arbeid en kapitaal is vooral gevoerd in het begin van de vorige eeuw. Aan het eind van de industriële revolutie was de

sociale ongelijkheid zo schrijnend dat de factordienst arbeid zich ging verenigen in vakbonden hetgeen leidde tot een grote politieke machtsstrijd. Door de theoretische inspiratie van wetenschappers als Hegel, Marx en Engels, ontstond zich een ideologische strijd tussen kapitalisten en communisten. Nadat de ideologie door despoten als Lenin en Stalin werd omgezet in daden, is de overgang van de feodale structuur van de 18e eeuw naar de markteconomie van het begin van de 20e eeuw bijzonder ongelukkig verlopen. Achteraf is het niet moeilijk om te concluderen dat de geschiedenis ons heeft geleerd dat een economie die beheerst wordt door de factordienst arbeid alleen (het communisme dus) niet succesvol kon zijn.

Blijft over kapitaal. Deze productiefactor lijkt in deze tijd de grote winnaar in het economische proces. Door cruciale innovaties als de pc en het internet, heeft de financiële sector zich in de laatste 35 jaar ontwikkeld van een secundaire en ondersteunende sector, tot een speerpunt van de moderne economie. Waar banken vroeger ondersteunend waren aan de reële economie, is de financiële sector nu zelf een speerpuntindustrie geworden die in hoge mate het groeitempo van de reële economie bepaalt. De huidige conflicten tussen internationale hedgefondsen en de Nederlandse bedrijven Ahold, Stork en ABN-Amro zijn daar een actueel voorbeeld van. Het management in conflict met vakbonden is voor velen een bekend beeld, maar raden van bestuur in gevecht met al te activistische aandeelhouders is nieuw en misschien indicatief voor de toekomst. De moderne financiële economie wordt gedomineerd door fusie- en overnameprocessen enerzijds en splitsingen en private equity transacties anderzijds. Wat is nu de kern van het probleem? In de huidige economie is het zo dat de ultieme zeggenschap over die totale output bij de aandeelhouder ligt. Met andere woorden, de ultieme zeggenschap ligt bij de verschafter van kapitaal, slechts één van de drie factoren die de totale productie tot stand brengt. De factordiensten milieu en arbeid moeten in het huidige model met de aandeelhouder in de slag om hun contracten uit te onderhandelen, echter zonder zeggenschap en zonder financiële eindverantwoordelijkheid voor de onderneming. Dit leidt tot de voor de hand liggende vraag waarom zou de factordienst kapitaal in deze tijd wel de luxe van de alleenheerschappij over zeggenschap kunnen dragen, waar de factor arbeid in de vorige eeuw nadrukkelijk heeft gefaald?

Een duurzame markteconomie wordt nu gedefinieerd als een markteconomie waar alle belangrijke stakeholders een proportionele financiële verantwoordelijkheid dragen voor het residuele risico van de onderneming. Met het residuele risico wordt de variatie bedoeld in de financiële resultaten van de onderneming nadat alle vaste contractanten zijn betaald. Zeg maar: de winst na belasting. Deze gaan volledig naar de aandeelhouder. Daar zijn goede redenen voor, bijvoorbeeld omdat het een beloning

is voor het ter beschikking stellen van risicodragend vermogen. Daar staat tegenover dat bij verliezen van de onderneming de aandeelhouder slechts verantwoordelijk is voor de hoogte van zijn oorspronkelijke inzet: te weten de waarde van het aandeel. De resterende schuld bij faillissement wordt gedragen door de andere belanghebbenden zoals toeleveranciers en belastingbetalers. Dat geeft een asymmetrische verhouding tussen risico en rendement: de verschaffer van risicodragend vermogen heeft wel een volledige claim op de winst, maar slechts een beperkte verantwoordelijkheid voor het verlies van de onderneming.

Agentschaptheorie en duale aandeelhouders

In een artikel van Alchian and Demsetz (1972) wordt uiteengezet dat in bedrijven die te groot werden om door de vermogende klasse zelf te worden geleid, de kapitaalverschaffer een professioneel management aanstelt om de onderneming in zijn belang te laten leiden. Vervolgens stelt de agentschaptheorie van Jensen and Meckling (1976) dat de principaal (in dit geval de aandeelhouder) kosten moet maken om de agent zoveel mogelijk op één lijn te krijgen met de belangen van de principaal. De agent heeft namelijk in die theorie niet automatisch de morele discipline om de belangen van zijn opdrachtgever zomaar uit te voeren. In het huidige aandeelhoudersmodel worden de belangentegenstellingen tussen aandeelhouder en management veelvuldig opgelost door het management aandelen of rechten op aandelen te verstrekken in de eigen onderneming. Daardoor wordt de manager tevens aandeelhouder en liggen de belangen meer op één lijn. De essentie van de duurzaam gefinancierde onderneming zit in de gedachte dat als dit werkt voor de relatie aandeelhouder-management, waarom dan niet eenzelfde oplossing voor de andere agentschaprelaties in de onderneming? Ofwel, de relatie tussen management en werknemers bijvoorbeeld, of management en toeleveranciers, management en milieu etcetera. Op grond van een risicoperceptie voor alle stakeholders, in plaats van een risicoanalyse voor de aandeelhouder alleen, wordt het voorstel gedaan om een duurzaam gefinancierde onderneming zodanig te financieren dat een meerderheid van de uitstaande aandelen in handen is van de belangrijkste stakeholders. Daartoe wordt het begrip duale aandeelhouder geïntroduceerd. Duale aandeelhouders zijn participanten in de onderneming, bijvoorbeeld werknemers, toeleveranciers en milieuorganisaties, die eveneens vermogen aan de onderneming verschaffen (Soppe, 2006). Indien een meerderheid van de aandelen van de onderneming gefinancierd is door deze duale aandeelhouders (stakeholders equity), worden naar verwachting de belangen van de verschillende participanten beter op elkaar afgestemd en kunnen de agentschapkosten op langere termijn dalen. Tevens komen de belangen van de invloedrijkste participanten meer op één lijn te liggen met pure aandeelhouders en bestuur, onder de veronderstelling dat ook het bestuur aandelen in

de onderneming in bezit heeft. Dit heeft als bijkomend voordeel dat de discussie over bijvoorbeeld het milieu (inclusief de financiële afweging) en de belangen van de toeleveranciers kan plaatsvinden op de plek waar het hoort: de algemene vergadering van aandeelhouders van een concreet bedrijf. Door het duale aandeelhouderschap wordt het evenwicht tussen de zeggenschap over de macro-economische productiefactoren hersteld. De discussie over de verdeling van het residuele resultaat kan dan worden gevoerd op de plek waar daadwerkelijk toegevoegde waarde wordt gecreëerd, namelijk in het bedrijf zelf en op basis van gelijke rechten. Kortom, Nederlandse milieuorganisaties, vakbonden en andere georganiseerde participanten worden opgeroepen om aandelen te kopen in die bedrijven waar ze als stakeholder sterk zijn vertegenwoordigd.

Conclusies

In dit artikel wordt een antwoord gezocht op de vraag hoe een duurzame onderneming optimaal gefinancierd kan worden. Duurzaamheid gaat over belangenbehartiging van toekomstige generaties in de economie en heeft daardoor te maken met economische stabiliteit op de langere termijn. Dit is een andere insteek dan de huidige gang van zaken waar veelal puur financiële motieven de economie op korte termijn richting geven. Geld en vermogen heeft als theoretisch doel om de consumptie en de productie van het verleden, het heden en de toekomst met elkaar te verbinden. Dit gaat middels sparen – investeren – en beleggen, met als sleutelwoord vertrouwen in het financiële systeem. Grote financiële rendementen die alleen de verschaffers van de factordienst kapitaal ten goede komen en ten koste gaan van andere stakeholders ondermijnen dat vertrouwen. De agentschaptheorie leert dat grote belangentegenstellingen leiden tot hoge kosten. Duale aandeelhouderschap brengt deze tegenstellingen meer op één lijn.

LITERATUUR

- Alchian, A.A. en H. Demsetz (1972) *Production, information costs and economic organization*, *The American Economic Review*. 62(5), 777-795.
- Derwall, J. (2007) *The economic virtues of SRI and CSR*. Rotterdam: RSM Erasmus University.
- Dobson, J. (1997) *Finance ethics: the rationality of virtue*. Lanham: Rowman & Littlefield Publishers.
- Jensen, M.C. en W. H. Meckling (1976) *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Soppe, A.B.M. (2006) *Finance as an instrument to a sustainable company*. Rotterdam: Erasmus University.