

Onneembare vesten

In hun economische klassieker *The modern corporation and private property* (1932) beschrijven Berle en Means hoe in de moderne onderneming eigendom en beschikkingsmacht van elkaar zijn losgeraakt. De eigenaars/aandeelhouders voeren niet langer zelf het beheer over hun eigendom, maar zijn nog slechts beleggers die alleen geïnteresseerd zijn in de dividenden en koerswinsten van hun beleggingen. De feitelijke zeggenschap is overgegaan in handen van professionele managers die als een soort koning-filosofen over de economie heersen, aan niemand verantwoording schuldig behalve aan hun eigen ethische principes. Natuurlijk is er sinds de jaren dertig het nodige in de organisatie van de onderneming veranderd. De ondernemingsleiding is verplicht voor verschillende organen (raad van commissarissen, aandeelhoudersvergadering, ondernemingsraad) verantwoording af te leggen over het gevoerde en te voeren beleid. Niettemin is de kwestie van de verdeling van de zeggenschap in de onderneming nog altijd even actueel als vijftig jaar geleden.

Door een aantal oorzaken is het zeggenschapsvraagstuk de laatste tijd weer sterk in discussie gekomen. In de eerste plaats zijn wij sinds vorig jaar ook in ons land geconfronteerd met het verschijnsel van de vijandige overname. Daarop is er een felle discussie ontstaan over de toelaatbaarheid van allerlei beschermingsconstructies waarmee Nederlandse beurs-nv's ongewenste belagers van zich af kunnen schudden. In de derde plaats lijkt er sprake van een soort 'revival' van de aandeelhouder. Gebleken is dat aandeelhouders zich niet altijd hoeven op te stellen als brave jaknikkers die sanctioneren wat het ondernemingsbestuur voorstelt (Nedlloyd, Audet, Twijnstra Gudde).

Het Nederlandse vennootschapsrecht legt de feitelijke macht in grote, open Nederlandse ondernemingen (structuurvennootschappen) bij het bestuur van de onderneming en voorziet in een toetsing door de raad van commissarissen. De laatste is bevoegd directieuren te benoemen en te ontslaan. De raad voorziet in zijn eigen bezetting door middel van coöptatie. Aandeelhouders hebben in deze constellatie slechts zeer beperkte zeggenschapsrechten. Zij kunnen aanbevelingen doen ten aanzien van te benoemen commissarissen, maar het is de raad zelf die beslist. Het structuurregime veronderstelt dat bestuurders en commissarissen handelen in het algemene belang van de onderneming. Zij dienen zich niet te laten leiden door deelbelangen van b.v. werknemers, kapitaalverschaffers of het eigen belang, maar alle belangen tegen elkaar af te wegen. Ook het oordeel over het eigen functioneren is aan de leiding zelf voorbehouden. De aloude kwestie: wie bewaakt de bewakers, is daardoor onder het structuurregime op weinig bevredigende wijze geregeld. Er wordt onvoldoende rekening gehouden met het primitiefste economische beginsel: het streven naar eigenbelang.

Het spreekt voor zich dat ondernemingsbestuurders moeten kunnen beschikken over een grote vrijheid van handelen. Aan de andere kant zullen aandeelhouders die beslissingsbevoegdheden overdragen aan beroepsmanagers, ervan verzekerd willen zijn dat die managers beslissingen nemen die zoveel mogelijk in het belang van de aandeelhouders zijn, d.w.z. de waarde van de uitstaande aandelen maximaliseren. Dat vereist een zekere controle. Het dagelijkse toezicht kan b.v. worden gedelegeerd aan een raad van commissarissen, waarbij kan worden vastgelegd dat de bestuurder voor bepaalde beslissingen eerst de toestemming van commissarissen of aandeelhouders moet hebben. Er kunnen bepaalde eisen worden gesteld aan de informatieverstrekking door bestuurders aan aandeelhouders

(verslaggeving). Ook allerlei andere controlemogelijkheden zijn denkbaar¹.

Al deze controlemogelijkheden bieden echter slechts beperkte garanties tegen mogelijk slecht functioneren van de bestuurders. Daarom wordt het belangrijk geacht ook gebruik te maken van de disciplinerende werking van de markt. Enerzijds vervult de arbeidsmarkt voor ondernemingsbestuurders zo'n disciplinerende rol: naarmate een bestuurder er beter in slaagt de waarde van de door hem geleide onderneming te verhogen, neemt ook zijn eigen waarde op de arbeidsmarkt toe. Anderzijds wordt in dit verband ook belang gehecht aan de competitie tussen managers om de leiding over andere ondernemingen te verkrijgen. Als het zittende management de mogelijkheden van een onderneming niet voldoende weet te benutten, is het misschien beter dat de onderneming wordt overgenomen door anderen die er meer uit weten te halen. De waarde van de onderneming zou daardoor toenemen.

Het is duidelijk dat het zittende bestuur in het algemeen niet van harte zal meewerken aan zijn eigen vervanging, ook al zou dat in het belang van de onderneming zijn. Het sluit die mogelijkheid liever af door de onderneming af te grenzen met beschermingsconstructies. Daarmee belemmert het echter de mogelijkheid tot een betere benutting van arbeid en kapitaal. Dat komt in de koersvorming tot uitdrukking. Volgens het Bestuur van de Amsterdamse Effectenbeurs kunnen de relatief lage aandelenkoersen van Nederlandse ondernemingen ten dele verklaard worden uit het feit dat veel ondernemingen in feite zijn 'dichtgetimmerd'. Die relatief lage koersen beperken de mogelijkheid tot het aantrekken van nieuw kapitaal. Dat is niet in het belang van de onderneming als totaliteit.

Nederlandse ondernemingen en hun bestuurders zitten achter hoge muren verschanst. De economische theorie suggereert dat dat een efficiënte allocatie van arbeid en kapitaal in de weg kan staan. Het is de vraag hoelang een dergelijke situatie kan standhouden, nu de internationale trend in de richting van een steeds verdergaande liberalisatie van kapitaalmarkten. Het is moeilijk te verdedigen dat Nederlandse ondernemingen bijna ongelimiteerd bedrijven kunnen overnemen in b.v. de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, terwijl zij zelf onneembare vesten zijn.

Natuurlijk moeten wij niet toe naar een situatie waarin de eerste de beste 'raider' een onderneming kan opkopen en leegroven ('asset stripping'). Dat is op geen enkele wijze in het belang van de onderneming. Ook kan het belang van de aandeelhouder niet alleen bepalend zijn voor wat er met de onderneming gebeurt. Er zijn vele groeperingen bij de onderneming betrokken wier belangen tegen elkaar zullen moeten worden afgewogen. Maar het is goed denkbaar dat de bestuurlijke verschaning van ondernemend Nederland te ver is doorgeschoten en daardoor contraproductief is gaan werken. In dat geval zouden nieuwe regels op het gebied van overnames en beschermingsconstructies noodzakelijk zijn. Goede ondernemers hebben daarvan natuurlijk niets te vrezen. Niemand kan immers meer uit de onderneming halen dan zij. En de kapitaalmarkt weet dat te waarderen. De koersvorming van een dergelijke onderneming vormt de meest effectieve barrière tegen een ongewenste overname.

L. van der Geest

1. Voor een uitgebreidere bespreking zie G. Rietkerk, Bestuursvriendelijke overname: countervailing power. Een economische analyse, *De Naamloze Vennootschap*, nr. 66/2, maart/april 1988.