



## Primaat van het ondernemingsbelang

**Auteur(s):**

Moerland, P.W.

*Hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Corporate Governance, Katholieke Universiteit Brabant.***Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4265, pagina 594, 28 juli 2000

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

corporate, governance

*In de Verenigde Staten staat het aandeelhoudersbelang voorop, terwijl in Nederland het ondernemingsbelang centraal staat. Wat zijn de argumenten?*

**De Nederlandse wetgever heeft bepaald dat commissarissen zich bij de uitoefening van hun toezichthoudende functie hebben te richten naar het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Bestuur en commissarissen worden geacht te handelen in het belang van de onderneming en dus niet uitsluitend in het belang van de vermogenverschaffers of van de werknemers, of in hun eigen belang. Dit lijkt in te houden dat door de Nederlandse wetgeving geen primaat wordt gegeven aan de behartiging van de belangen van de aandeelhouders. Het belang van de onderneming dient immers te prevaleren, ook al zou dat niet samenvallen met het aandeelhoudersbelang.**

### Ondernemingsfunctie

Het begrip 'vennootschappelijk belang' is met ambiguïteit omgeven. De vennootschap is een juridische huls waarvan het belang eerst betekenis krijgt in relatie tot de ermee verbonden onderneming en de daarbij betrokkenen. Het aandeelhoudersbelang is als zodanig niet van een andere orde dan het werknemersbelang of het leveranciersbelang. Al deze participanten zijn immers nodig voor het duurzaam functioneren van de onderneming. Men zou dit laatste kunnen opvatten als het ondernemingsbelang: het op duurzame wijze uitoefenen van de ondernemingsfunctie gericht op het scheppen van welvaart.

### Diverse belanghebbenden

Hoe verhouden zich de begrippen belanghebbende en aandeelhouder tot elkaar? Een belanghebbende is betrokken bij de onderneming op grond van door hem verrichte relatie-specifieke investeringen, waarvan het waardebeloop mede afhankelijk is van het gedrag van andere ondernemingsparticipanten. Denk aan een werknemer die in speciale vaardigheden ten behoeve van zijn werkgever investeert of een toeleverancier die specifieke apparatuur aanschafft ten behoeve van een afnemer van speciale onderdelen. Voorts kan men denken aan een afnemer van duurzame goederen, die belang heeft hij een goede dienstverlening na de aankoop of aan een kredietverschaffer die niet graag ziet dat de door hem uitgeleende gelden voor riskantere projecten worden aangewend dan voorzien.

Al deze relaties hebben met elkaar gemeen dat degene die de investering pleegt na afsluiting van het contract afhankelijk is van het gedrag en binding van de ruilpartner. Dit gegeven zal rationele beslissers ervan weerhouden om duurzame relatiespecifieke investeringen te plegen, tenzij zij erop mogen vertrouwen dat ze door middel van een geloofwaardige afspraak tegen opportunistisch gedrag worden beschermd. In dit verband is cruciaal met welke mate van specificiteit de relatie tussen belanghebbende en onderneming is omgeven en daarmee samenhangend, welk waardeverlies bij vroegtijdige verbreking van de relatie zou optreden.

Nu terug naar de aard van het aandeelhoudersbelang tegenover de belangen van andere participanten. Is het belang van een kortstondige aandeelhouder verheven boven dat van een medewerker die via investering in ondernemingspecifieke kennis en vaardigheden een duurzame arbeidsrelatie nastreeft? De aandeelhouder loopt weliswaar een risico, maar hetzelfde geldt voor de werknemer: hij loopt het risico dat zijn investering onvoldoende rendeert in geval van voortijdig ontslag. De alternatieve aanwendingsmogelijkheden voor de aandeelhouder zijn in het algemeen aanzienlijk ruimer dan voor de medewerker en de transactiekosten zijn aanzienlijk geringer. Dit maakt het begrijpelijk dat de zeggenschapsrechten van sommige categorieën aandeelhouders ('passanten') worden beperkt en dat andere belanghebbenden op enigerlei wijze in de besturing en controle van de onderneming wensen te worden betrokken.

### Vennootschappelijke systemen

Met dit type vraagstelling belanden we op het terrein van de uiteenlopende vennootschappelijke systemen, waarin de rol en positie van uiteenlopende categorieën van belanghebbenden op onderscheiden wijze wordt vormgegeven. In de Angelsaksische traditie wordt de vennootschappelijke onderneming strikt genomen opgevat als een verlengstuk van de aandeelhouders. Daartegenover staat een meer institutionele opvatting van de vennootschap in verschillende landen van continentaal Europa, waaronder Duitsland en Nederland. In dit beeld wordt de vennootschap veeleer gezien als een zelfstandige, op continuïteit gerichte entiteit met een eigen vennootschappelijk belang, als overkoepeling en integratie van de diverse doelbelangen van de participanten. Deze verschillen in het vigerende ondernemingsconcept berusten op een historisch bepaalde padafhankelijkheid, waarbij uiteenlopende culturele, politieke en juridisch-

institutionele factoren en omstandigheden een rol van doorslaggevende betekenis plegen te spelen. In dit verband is de tijdshorizon die bij het handelen van de onderneming gewoonlijk in acht wordt genomen mede van belang. Zo wordt het Angelsaksische systeem nog al eens in verband gebracht met korte termijn-denken, terwijl in de Japanse en continentaal-Europese context een lange termijn-horizon zou prevaleren. Vergelijk de 'terreur' van de kwartaalcijfers in Amerikaanse ondernemingen versus het kopen van marktaandeel ten koste van korte termijn winstgevendheid door Japanse automobiel- en elektronicafabrikanten destijds in Europa en Noord-Amerika. Vergelijk voorts de conventie van 'levenslange' aanstellingen in grote delen van het Japanse bedrijfsleven versus het 'hire and fire'-systeem in de Amerikaanse traditie, waarbij overigens bijpassende instrumenten zijn ontwikkeld die tegemoetkomen aan de bezwaren van abrupt waardeverlies bij ontslag: gouden handdrukken als compensatie voor gederfd rendement over relatiespecifieke investeringen door managers en andere werknemers.

## **Allocatieve efficiëntie**

Volgens de economische theorie leidt een ondernemingsdoelstelling die is georiënteerd op maximalisatie van aandeelhouderswaarde onder bepaalde voorwaarden tot het bereiken van een maatschappelijk optimum. Aldus dragen ondernemingen bij aan een optimale allocatieve efficiëntie in de maatschappij, waarbij schaarse middelen via de werking van de vermogensmarkt naar de meest rendabele toepassingsrichtingen worden gemobiliseerd. De bedoelde voorwaarden hebben onder andere betrekking op het bestaan van een perfecte en efficiënte vermogensmarkt. In de realiteit wordt aan die veronderstellingen veelal geweld gedaan door imperfecte informatie, informatie-asymmetrie, aanpassingskosten, belastingfactoren, en dergelijke. Ondanks deze empirische beperkingen behoeven ondernemingen een richtsnoer voor het handelen dat hen behulpzaam kan zijn in hun overlevingsstrijd in dynamische concurrentieprocessen. Er bestaat behoefte aan een restgrootte binnen de totale toegevoegde waarde, waaromtrent prikkels bestaan om het onderste uit de ondernemingskan te halen. In een markteconomisch proces komt die restgrootte veelal overeen met economische winst, of, in een tijdruimtelijke context, vermogensmarktwaaarde. Ondernemingen die er niet in slagen om op duurzame basis de in de vermogensmarkt minimaal geëiste rendementsvoet te realiseren, zullen niet op eigen kracht kunnen overleven, aangezien ze ofwel zullen worden overgenomen, ofwel uit de afzetmarkt worden geprijsd, ofwel geen toegang meer hebben tot additioneel extern vermogen.

In deze optiek is aandeelhouderswaarde als richtsnoer voor het handelen van de onderneming van grote betekenis, niet zozeer omdat het aandeelhoudersbelang van een hogere orde zou zijn dan het belang van andere belanghebbenden, wél omdat het markteconomisch systeem in zijn functioneren behoefte heeft aan een restgrootte die zodanige prikkels in zich herbergt dat de oriëntatie op die grootte doet bewerkstelligen dat het vermogen in een efficiënt werkende markt daarheen vloeit waar het de meest productieve aanwending geniet. De keuze voor vermogen als universeel allocatie-instrument berust, als ik het goed zie, op een combinatie van de volgende factoren: het vertegenwoordigt ongedifferentieerde koopkracht en een hanteerbare prestatie maatstaf (anders dan goederen), het leent zich voor eigendomsoverdracht en voor tijdruimtelijke overbrugging (anders dan bijvoorbeeld arbeid), en het is relatief fluïde (anders dan reële productiefactoren).

## *Aandeelhouderswaarde*

Uit dit alles vloeit voort dat de concepten ondernemingsdoelstelling en aandeelhouderswaarde in een markteconomisch systeem nauw met elkaar zijn verbonden. Hantering van de maatstaf van aandeelhouderswaarde dient evenwel te worden bezien tegen de achtergrond van allerlei geloofwaardige bindingen die andere belanghebbenden behoeven om door middel van hun gezamenlijke interactie tot een zo productief mogelijke inspanning te komen. Om het negatief te formuleren: aandeelhouderswaarde bewerkstelligen via welvaartsverheveling ten laste van andere belanghebbenden zal geen lang leven beschoren zijn; zulks bezorgt de onderneming een reputatie die haar uiteindelijk te gronde zal richten. De oriëntatie op aandeelhouderswaarde is in deze optiek in een markteconomisch systeem onvermijdelijk, maar veronderstelt een genuanceerde benadering van de overige belanghebbenden<sup>1</sup>. Ook zij dienen in voldoende mate te worden geprikkeld om te presteren en te worden gehonoreerd om hen te binden.

## **Belangenconflict**

Stemt het ondernemingsbelang steeds overeen met het belang van de aandeelhouders? In de ogen van de wetgever kennelijk niet, aangezien in dat geval het aandeelhoudersbelang als equivalent voor het ondernemingsbelang in de wet zou kunnen zijn verankerd. Dat is uitdrukkelijk niet het geval, dus komt de vraag op waarin de verschillen tussen het ondernemingsbelang en het aandeelhoudersbelang dan kunnen zijn gelegen. Ik zou hieromtrent een drietal opmerkingen willen maken.

## *Taak commissarissen*

Ten eerste betreft dat de taakomschrijving van de Raad van Commissarissen en van het bestuur. De vereiste oriëntatie op het belang van de onderneming als zodanig - en niet op enig specifiek deelbelang - verschaft commissarissen discretionaire ruimte voor afwegingen en voor de verantwoording daarover aan uiteenlopende betrokkenen, waaronder aandeelhouders. Sommigen merken op dat hierin een verschansingsmogelijkheid voor toezichthouders en voor bestuurders is gelegen ten opzichte van de tucht van de kapitaalmarkt. Een dergelijke vorm van afzondering kan nog eens zijn versterkt door het systeem van coöptatie. Het is evenwel denkbaar dat bestuur en commissarissen ten aanzien van belangrijke ondernemingsbesluiten over superieure informatie beschikken ten opzichte van de aandeelhouders die niet kosteloos kan worden verspreid. Volledige informatieverstrekking aan de vermogensmarkt kan uit concurrentieoverwegingen schadelijk zijn voor de onderneming en dus ook voor de aandeelhouders, zonder dat deze laatsten zich daarvan bewust zijn. Verschillen tussen het ondernemingsbelang en het door de aandeelhouders gepercipieerde belang kunnen dus onder andere voortvloeien uit een rationele informatie kloof. Voorts kunnen die verschillen uiteraard ook voortvloeien uit een verschil in inzicht ten aanzien van te volgen ondernemingsstrategie, mede gevoed door het bestaan van informatie-asymmetrie. Aandeelhouders hebben recht op verantwoording omtrent de wijze waarop met hun belangen in het geheel van het ondernemingsbelang wordt rekening gehouden. Hier ligt dan ook een belangrijke taak voor bestuurders en commissarissen om de aandeelhouders hiervan te overtuigen. De mate waarin ze daar in slagen bepaalt de mate van vertrouwen die ze van de aandeelhouders zullen ondervinden.

## *'Het' aandeelhoudersbelang?*

Ten tweede: kunnen we zonder meer spreken van het aandeelhoudersbelang? Dekt dat begrip een homogene en universele lading? We

constateren dat de aandeelhoudersstructuur van beursvennootschappen in de praktijk aanzienlijke variatie vertoont inzake de concentratiegraad, de identiteit en de rechten van aandeelhouders. Een kleine particuliere aandeelhouder verkeert in een andere positie dan een grote institutionele aandeelhouder of een strategische meerderheidsaandeelhouder. Er zullen zich bijvoorbeeld tegenstellingen kunnen voordoen tussen de belangen van grootaandeelhouders en die van minderheidsaandeelhouders. Het ligt in de rede te veronderstellen dat grootaandeelhouders zich onderscheiden van kleine aandeelhouders door hun wens invloed te kunnen uitoefenen op de gang van zaken binnen de onderneming, welke zij van risicodragend vermogen voorzien. Dat geldt onder andere voor strategische aandeelhouders, maar is ook denkbaar ingeval van een aandeelhoudersstructuur met bijvoorbeeld twee, drie of vier financiële of familiale grootaandeelhouders. Al met al kan men dus nauwelijks spreken van *het* aandeelhoudersbelang van de beursvennootschap, aangezien ook binnen de kring van aandeelhouders een grote variëteit aan belangen en voorkeuren kan bestaan. Die belangenschakering dient door commissarissen in aanmerking te worden genomen bij hun beoordeling van het ondernemingsbelang.

### *Pettenprobleem*

Ten derde: sommige aandeelhouders staan in een meervoudige relatie tot de onderneming, bijvoorbeeld doordat ze tevens als afnemer, leverancier, kredietverschaffer, of werknemer fungeren. Bij een aantal vennootschappen, zowel besloten als beursgenoteerd, vervullen grootaandeelhouders tevens bestuurlijke of toezichhoudende functies binnen de desbetreffende onderneming. De wens van grootaandeelhouders om de controle over de onderneming te behouden kan in strijd komen met het belang van de onderneming als zodanig om te expanderen en aldus welvaart te scheppen. Van Hulle stelt dat om die reden de Belgische beursvennootschappen sinds begin jaren zeventig sterk in groei en kapitalisatie zijn achtergebleven bij de Nederlandse beursvennootschappen<sup>2</sup>. Illustratief is ook het Doetinchemse IJzergieterij-arrest van 1948, waarbij de vraag aan de orde was of de betreffende vennootschap een aandelenemissie mocht plegen waardoor de bestaande meerderheidsaandeelhouder deze positie zou verliezen. De Hoge Raad achtte het belang van de vennootschap in dezen maatgevend. Vanuit zeggenschapsperspectief is rolcumulatie en daarmee het gevaar van rolvermenging minder wenselijk. Indien men niettemin meerdere petten draagt, is het essentieel zich steeds te realiseren welke rol men speelt en welk belang men dient. Commissarissen moeten het belang van de onderneming dienen, van welke herkomst zij ook zijn.

### **Conclusie**

Het is duidelijk dat de verhouding tussen het vennootschappelijk belang, oftewel het ondernemingsbelang, en het aandeelhoudersbelang moeilijk in algemene zin valt te duiden. De wetgever laat ruimte voor non-congruentie, aangezien ook andere belangen dan die van de aandeelhouders dienen te worden meegewogen bij beoordeling van het ondernemingsbelang. Bestuur en commissarissen behoeven enige discretionaire ruimte om die totale afweging op onafhankelijke wijze te kunnen maken

---

<sup>1</sup> Dat wil zeggen binnen de vennootschappelijke sfeer. Daarnaast kennen we uiteraard de coöperatieve ondernemingsvorm die zich primair laat leiden door het belang van de leden, of ook wel door het creëren van afnemerswaarde, zoals de Rabobank. Voorts zijn er nutsbedrijven die het publieke belang van infrastructurele voorzieningen hoog in het vaandel dragen, zoals elektriciteitsbedrijven.

<sup>2</sup> C. van Hulle, *Bedrijfsfinanciering in België: waar naartoe?*, *Tijdschrift voor Economie en Management*, 1998, blz.71-103.