

# Geen haast maar herbezinning in het corporategovernance-debat

De afgelopen decennia heeft de financiële dynamiek de overhand gekregen in het Nederlandse bedrijfsleven. De te sterke kortetermijn-oriëntatie van het management die daaruit volgt is de kern van het corporategovernance-debat. Wat kan daaraan gedaan worden?

**ARNOUD BOOT**  
Hoogleraar aan de  
Universiteit van Am-  
sterdam en raadslid  
van de WRR

**I**n de afgelopen decennia is er bij beursgenoteerde bedrijven ontegenzeggelijk sprake van een verandering in managementoriëntatie op financiële markten en aandeelhouders (Bezemer et al., deze ESB). De 'metrics' van beleggers zijn in toenemende mate ook die van ondernemingen zelf geworden (Boot, 2010; WRR, 2016). Of het nu gaat om aandelenkoersen, het plezieren van beleggers met aandeleninkoopprogramma's of het afgeven van winstverwachtingen, het gedachtegoed van beleggers is nooit ver weg.

Deze ontwikkeling is onderdeel van een groeiende betekenis van de financiële economie. Financiële data, zoals aandelenkoersen en rentestanden, zijn 'harde' gegevens – ze suggereren meetbaarheid en zijn zichtbaar, en dat geeft ze een prominente rol. De toenemende beschikbaarheid van kapitaal is een andere manifestatie van de financiële economie (Rey, 2013). Zij kan ware zeepbellen veroorzaken als plotseling al het kapitaal dezelfde kant op stroomt, zie de dotcom-bubble van rond 2000 en de vastgoedzeepbellen in Spanje en Ierland een aantal jaren later. Het is deze ruime beschikbaarheid van kapitaal die ook grote invloed heeft op ondernemingen. Kapitaal kan worden gemobiliseerd, waardoor grote overnames mogelijk worden; soms zelfs plotseling via ongevraagde, vijandige biedingen op ondernemingen. Ondernemingen worden steeds meer geconfronteerd met dergelijke activistische aandeelhouders. De perikelen rond AkzoNobel zijn hiervan een voorbeeld.

Dit roept vragen op over de machtsverhoudingen in ondernemingsland, en zet de corporategovernance-discussie

op scherp. Hoe om te gaan met deze financiële dynamiek? Allereerst, laten we genuanceerd zijn over de wenselijkheid van een aandeelhoudersoriëntatie.

## REDENEN VOOR AANDEELHOUDERSORIËNTATIE

Op zich kan een oriëntatie van managers op aandeelhouders een zinvolle ontwikkeling zijn. Zo geeft de aandelenkoers potentieel nuttige informatie over het wel en wee van de onderneming; het is een inschatting van de markt over de vooruitzichten van de onderneming.

Er is ook reden om aandeelhouders enige invloed te geven. Beleggers en analisten die in de markt actief zijn, kunnen een onderneming scherp houden. Aandeelhouders merken het als eerste als een onderneming iets minder of beter draait, ze zijn *residual claimant*. Daarnaast kan de publieke verantwoording die beursgenoteerde bedrijven moeten afleggen heilzaam werken. Zo constateerde *The Economist* (2017) dat met een beursnotering het onprofessionele gedrag van Uber veel eerder aan het licht zou zijn gekomen.

Ook de aanwezigheid van activistische beleggers heeft positieve kanten. Wat nodig is, is een tijdige vernieuwing van een bedrijf, of tijdige beëindiging. Naast veel voorbeelden van succesvolle ondernemingen die zichzelf van tijd tot tijd opnieuw uitvinden, leert een snelle blik op de samenstelling van de S&P500 dat er een dynamisch speelveld is waarbij vaak door technologie geïnspireerde nieuwe spelers de plaats van bestaande ondernemingen overnemen. Het bestuur van een onderneming is vaak slecht in het onderkennen van dergelijke transitie. De dynamiek op financiële markten en de agressiviteit van bepaalde partijen kan hiervoor een nuttige wake-up call zijn. Dit is een vorm van de creatieve destructie waar de grote Oostenrijkse econoom Joseph Schumpeter al op wees.

## KORTETERMIJNDENKEN POPULAIR

De keerzijde is echter dat meer kortetermijnimpuls kunnen gaan domineren. Hoewel strikt genomen aandeelhou-

derswaarde geen korte horizon hoeft te impliceren – de aandelenkoers kan immers de verwachtingen over de verre toekomst reflecteren – leidt een fixatie op aandeelhouderswaarde tot een kortetermijnfocus. Zo kunnen ondernemingen die sturen op beurskoersen van de leg raken. Financiële markten zijn namelijk wispelturig en onderhevig aan kuddegedrag; markten zijn ten enenmale gevoelig voor modeverschijnselen. Ondernemingen die daar niet genoeg afstand van nemen, zullen niet standvastig zijn in hun strategie.

Informatieproblemen tussen onderneming en financiële markt zijn een belangrijke oorzaak van die kortetermijnoriëntatie. De onderneming weet veelal meer en zal trachten de spelers in de financiële markt te bespelen. Ze zal signalen proberen af te geven over het wel en wee van de onderneming, zie kader 1. Hierdoor kunnen kortetermijnacties gaan domineren ten koste van minder goed te kwantificeren langetermijnstrategieën (Kay, 2012).

Diezelfde informatiekloof kan ook verklaren waarom transactie-georiënteerde acties, zoals fusies en overnames, geïnitieerd door het bestuur van de onderneming zelf, populairder zijn geworden. Dergelijke ingrepen – overigens ook de aandeleninkoopprogramma's – zijn immers veel zichtbaarder voor de markt dan het streven naar bijvoorbeeld organische groei, dat meer een lange adem vereist en buiten de horizon valt die de markt kan beoordelen.

Het transactiedenken wordt verder versterkt door ontwikkelingen in informatietechnologie en de deels daarmee samenhangende proliferatie van financiële markten. Het doen van transacties is veel gemakkelijker geworden door de beschikbaarheid van data en het beter kunnen lokaliseren van potentiële kopers en verkopers. Hierdoor zijn ingrepen in de structuur van ondernemingen via afsplitsingen of acquisities eenvoudiger te realiseren.

Deze ontwikkelingen zijn niet zonder problemen. Een transactiegerichtheid kan betekenen dat het bestuur van de onderneming zich te veel bezighoudt met 'kwartetten' (aan- en verkoop van bedrijfsonderdelen). Hiermee dreigt wispelturigheid en kan het bindende vermogen van de onderneming, en daarmee de toegevoegde waarde ervan, worden aangetast (Boot, 2010). Het gevaar is dat de balans zoekraakt: verstarring is onwenselijk, maar er is wel een bepaald bindend vermogen nodig dat een onderneming doet floreren als samenwerkingsverband.

De hamvraag is dan hoe dit bindende vermogen te organiseren is. Hebben ondernemingen de middelen om de sterker geworden financiële dynamiek in goede banen te leiden en weerstand te bieden aan al te activistische aandeelhouders? Als dat niet zo is, dan kunnen de negatieve effecten van de financiële dynamiek gaan domineren. De evidente dominantie van de financiële dynamiek en het onrustige opereren van ondernemingen geven reden voor bezorgdheid. Een sprekend voorbeeld hiervan is hoe Akzo-Nobel zijn chemicaliëndivisie plotseling in de verkoop zette na het bod van PPG. Wat zijn de manieren om de financiële dynamiek in de hand te houden, en hoe effectief zijn die?

### BESCHERMINGSCONSTRUCTIES, CODE EN WET

Een manier voor bedrijven om weerstand te bieden aan de financiële dynamiek zijn juridische beschermingsconstructies die kunnen worden geactiveerd. Als ondernemingen

hiervoor in het verleden hebben gekozen, kunnen zij onder omstandigheden de stemverhoudingen in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders beïnvloeden. Dat kan via het bestaan van prioriteitsaandelen met bijzondere zeggenschap en via verwatering van aandelenbezit met de bekende stichting-continuïteit-constructie. Ook kan er sprake zijn van certificering van aandelen waarbij het stemrecht is losgekoppeld van de kapitaalverschaffer.

Naast deze ondernemingsspecifieke constructies bestaat er wetgeving die een belangrijk primaat geeft aan het bestuur en de raad van commissarissen om afwegingen te maken in het belang van de vennootschap. De vorig jaar gereviseerde corporategovernance-code werkt dit uit en ziet langetermijnwaardecreatie als leidend voor het bestuur. Het stelt dat het bestuur daarbij "de in aanmerking komende belangen van stakeholders" moet wegen en geeft het bestuur grote autonomie (NCGC, 2016). In de zaak rond AkzoNobel en PPG is dit recentelijk nogmaals bekrachtigd door de Ondernemingskamer, volgend op eerdere beschikkingen van de Hoge Raad inzake ABN Amro en ASMI (Overkleef, 2017).

In de praktijk is langetermijnwaardecreatie niet een gemakkelijk te concretiseren doelstelling, want de verschillende stakeholders in een onderneming kunnen hierover van mening verschillen. En, complexer nog, elke stakeholder heeft ook eigen belangen die op gespannen voet kunnen staan met het gemeenschappelijke doel. Juist vanwege dit belangenconflict is er een evenwicht nodig in het krachtenveld rond de onderneming, en komt het bestuur een belangrijke rol toe in het bewaken van dit evenwicht. Een moeilijkheid hierbij is dat het bestuur geen neutrale derde is: het kent eigen belangen, en die hoeven niet parallel te lopen met het belang van de onderneming.

Dit spanningsveld betekent dat het bestuur moeilijk

### Van winstverwachting naar manipulatie

KADER 1

Een gangbare praktijk is dat aandeelhouders en analisten ('de markt') het management vragen winstverwachtingen af te geven. Een reden kan zijn dat de markt de toekomst van de onderneming minder goed kan inschatten dan het management. Aandeelhouders vragen het management om 'ankers' te verschaffen waarmee de informatiekloof gedicht wordt – het afgeven van winstverwachtingen is hiervan een voorbeeld. Dit leidt echter tot een spel tussen de markt en de manager omdat de markt onzeker wordt wat betreft het wel en wee van de onderneming als dat niet voldoet aan de gestelde verwachtingen. Dit spel werkt als volgt: de markt weet dat het management enige speelruimte heeft om aan de afgegeven winstverwachtingen te voldoen als de 'echte' winst tegenvalt, doordat accounting-grootheden enige rek-

baarheid kennen. Als het management dan toch rapporteert dat niet voldaan is aan de winstverwachtingen, dan betekent dit dat het wel heel slecht met de onderneming gaat: immers, ondanks dat men al die 'accounting-laatjes' kan opentrekken, schiet men tekort. Het is dus rationeel voor de markt om de onderneming te straffen via een sterk lagere beurskoers, zelfs als de verwachtingen maar net niet zijn waargemaakt. Zodra het management zich realiseert dat de markt op deze manier conclusies trekt, wordt het gesterkt in het koste wat kost opentrekken van laatjes om de winst op te poetsen. Dit is een soort wederzijds 'verwachtingenspel' dat geheel wordt veroorzaakt door de informatiekloof. Het is niet moeilijk om in te zien dat een dergelijk 'spel' vroeg of laat tot manipulatie kan leiden (Boot, 2010).

kan acteren als het niet het vertrouwen heeft van de belangrijke stakeholders, waaronder de aandeelhouders. De effectiviteit van beschermingsconstructies – hoe sterk ze juridisch ook mogen zijn (Vletter-van Dort en Keijzer, 2017) – is daarmee beperkt. Vroeg of laat is draagvlak nodig. Bovendien kan niet voorkomen worden dat marktpartijen aandelen opkopen en een formeel overnamebod uitbrengen. De daadwerkelijke bescherming tegen de krachten van de financiële dynamiek die uitgaat van beschermingsconstructies en het juridische primaat van het bestuur is dus niet onbeperkt en verklaart mede waarom het bestuur gevoelig is voor de financiële dynamiek (Boot, 2010).

## Fusies en overnames zijn veel zichtbaarder voor de markt dan het streven naar organische groei

### AFSTRAFFEN VAN FLITSKAPITAAL

Een meer technische ‘oplossing’ voor de financiële dynamiek is om zand te strooien in de raderen van het flitsende kapitaalverkeer. Het invoeren van belastingen op financiële transacties is het eerste dat te binnen schiet. Meer fundamenteel is het afdwingen van langetermijncommitments bij financiers. In het geval van flitskapitaal tussen landen is bijvoorbeeld ooit voorgesteld om financiers te dwingen het betreffende land waar leningen aan werden verstrekt het recht te geven de looptijd van de verschaft financiering te verlengen (de financier zit dan gedwongen langer ‘vast’). Bij overnames heeft Duffhues (2017) geopperd verkopende aandeelhouders te betalen in aandelen van de kopende partij, die ze vervolgens voor een bepaalde periode moeten vasthouden. Een andere suggestie is om een loyaliteitsdividend te betalen. Dit is een extra beloning voor langetermijnaandeelhouders. Al deze suggesties proberen de snelheid uit het financiële systeem te halen door ‘flitskapitaal’ direct of indirect te bestraffen.

Flitskapitaal kan ook op afstand worden gehouden door via *dual class shares* zeggenschap te concentreren bij insiders. De effectiviteit hiervan laat zich met name zien bij relatief jonge bedrijven in een sterke groeifase waar een ondernemingsgeest moet worden veiliggesteld, zie bijvoorbeeld Google en Facebook. De ondernemingsgeest die deze bedrijven nodig hebben, verhoudt zich moeilijk met anonieme aandeelhouders op afstand. Niet-beursgenoteerd eigendom (insiderkapitaal, private equity) of beursgenoteerd met dual class shares is dan het meest voor de hand liggend.

### REËLE ECONOMIE CENTRAAL

Een andere, mogelijk vruchtbare remedie is om kapitaalverschaffers via een meer betrokken aandeelhouderschap dichterbij de onderneming te brengen. In essentie is dit het dichterbij elkaar brengen van de financiële en reële economie. Betrokken aandeelhouderschap betekent minder vluchtigheid, en daarmee minder gevoeligheid voor de

financiële dynamiek. Dit kan op verschillende manieren, zoals met nabije aandeelhouders waaronder pensioenfondsen of door de missie te verankeren.

### Nabije aandeelhouders

Een mogelijkheid is om de loyaliteit van aandeelhouders te versterken door te streven naar een aantal ‘nabije’, relatief grote, aandeelhouders. Kern van het probleem van beursgenoteerde bedrijven is immers een vaak sterk gespreid aandelenbezit bij weinig betrokken aandeelhouders. Van enige trouw is geen sprake, noch is er met een dergelijke spreiding veel ruimte voor overleg. Het hebben van meer nabije en substantiële minderheidsaandeelhouders kan helpen, want met deze aandeelhouders kan gemakkelijker worden gecommuniceerd. En als de onderneming met deze aandeelhouders een vertrouwensband heeft opgebouwd, is eerder ondersteuning voor de eigen strategie te verwachten. Dit kan enige bescherming bieden tegen de financiële dynamiek, en mogelijk helpen in het geval van een vijandige overnamepoging.

Dit betekent niet dat daarmee de onderneming per definitie genoeg lucht heeft ten opzichte van de financiële dynamiek. De afgelopen jaren slaagden activistische partijen erin om in korte tijd een groot aandelenbelang in een onderneming op te bouwen. De veronderstelde trouw van grotere minderheidsaandeelhouders bleek vaak betrekkelijk.

### Pensioenfondsen als trouwe aandeelhouder

In de Nederlandse context is vaak geopperd dat pensioenfondsen een beschermende rol als langetermijnaandeelhouder op zich zouden kunnen nemen. In principe is dit een logische gedachtegang. De langetermijnorientatie van een pensioenfonds kan passen bij de in de Nederlandse corporategovernance-code vastgelegde gewenste langetermijnorientatie van ondernemingen. Twee vragen spelen echter. Ten eerste, hoe moeten pensioenfondsen omgaan met politieke beïnvloeding? Juist bij grote Nederlandse ondernemingen, zoals AkzoNobel, zal die druk op pensioenfondsen om bij te springen groot zijn. Hierdoor ontstaat druk op fondsen om te beleggen in gevestigde bedrijven; nieuwkomers hebben nog geen georganiseerde lobby. De vraag is of dit tot een verantwoord beleggingsbeleid leidt.

Ten tweede, in hoeverre kiezen pensioenfondsen in het belang van hun deelnemers voor beleggingen in Nederlandse ondernemingen? Het Nederlandse pensioensysteem heeft een pure beleggingsoriëntatie. Door deze oriëntatie wordt het onvoldoende duidelijk dat het voorzien in goede pensioenen in de toekomst ten principale afhankelijk is van de verdien capaciteit van de Nederlandse economie in diezelfde toekomst. Hoe sterker Nederland ervoor staat, hoe beter er voorzien kan worden in de behoeften van niet-werkenden, zoals pensioengerechtigden. Investeren in de economie van morgen is waar het om draait. Het mooie van het concept ‘investeren’ is dat het een veel directere koppeling suggereert met de reële economie dan beleggen. Investeren betekent dichterbij de onderliggende activiteiten gaan zitten. Het beperkt daarmee de financiële dynamiek – beleggingen worden gekoppeld aan de reële economie en krijgen een anker. Deze gedachtegang kan leiden tot een

zwaardere rol van pensioenfondsen in de financiering van de Nederlandse economie (WRR, 2016).

### Veranker missie en empowerment

Meer fundamenteel is om te bepalen welke ondernemingsstructuur men wil om de missie van de onderneming te verankeren. Triodos Bank is een bekend voorbeeld waar zeggenschap is verankerd in een stichting die de missie van Triodos bewaakt. Deze verankering voorkomt niet alleen dat partijen op de financiële markten de macht kunnen grijpen, maar ook dat een toekomstig bestuur 'goud' ziet en al dan niet met het oog op zelfverrijking een weg in slaat die los staat van de missie. Het belang van het beschermen van een onderneming tegen het opportunisme van haar eigen bestuur wordt vaak onvoldoende onderkend.

Men hoeft niet puur idealistisch te zijn, maar kan ook aspecten opnemen in de governancestructuur, die onderscheidend zijn en een unieke marktpositie mogelijk maken. Als men bijvoorbeeld als bio-supermarktketen een vastere relatie wil opbouwen met een specifieke doelgroep dan zou men geloofwaardigheid bij die klanten kunnen verzekeren door statutair te verankeren dat winsten boven een bepaald niveau terugvloeien naar die klanten. Hiermee wordt een vorm van 'klant-aandeelhouderschap' gecreëerd.

Deze vorm van binding en betrokkenheid kan ook goed passen bij de toenemende behoefte aan empowerment in de samenleving. De consument kan mogelijk via zijn 'klant-aandeelhouderschap' meesturen. Empowerment kan evenzeer van belang zijn voor andere groepen, zoals werknemers en toeleveringsbedrijven. Ondernemingsvormen zoals partnerships en coöperaties zullen mogelijk aan belang winnen als daarmee een groter (of meer geloofwaardig) empowerment kan worden gegeven. De financiële dynamiek wordt dan ingedamd, en het bindend vermogen versterkt.

### TOT SLOT

Er zijn geen gemakkelijke antwoorden op de onbalans die is ontstaan in het corporategovernance-gebeuren. De financiële dynamiek heeft de overhand gekregen, en de vraag is hoe deze meer onder controle te krijgen, of hoe hier beter mee om te gaan. In dit artikel zijn verschillende mechanismen besproken die de financiële dynamiek of de effecten ervan kunnen indammen.

Op voorhand is het niet duidelijk of het bestaande instrumentarium tekortschiet. In veel gevallen is het ook een keuze geweest van ondernemingen om zich meer te richten op aandeelhouders en financiële markten, om zich daarmee meer bloot te stellen aan de financiële dynamiek. Ook moet worden onderkend dat blootstelling aan de disciplinerende van financiële markten kan zorgen voor noodzakelijke aanpassingen in de strategie van ondernemingen.

Dit neemt niet weg dat de beweeglijkheid van kapitaal en de proliferatie van financiële markten een onrustig klimaat rond ondernemingen hebben geschapen. Verschillende partijen gebruiken deze onrust als argument om het bestuur van een onderneming de wettelijke mogelijkheid te geven om een bedenktijd van één jaar te kunnen invoeren bij poging tot agendering van een onderwerp dat tot verandering in strategie kan leiden (een 180 dagen bedenktijd bestaat al). Daarnaast wordt gesuggereerd dit ook mogelijk te maken na een (succesvol) vijandig bod. Het probleem met dergelijke stappen is dat het bestuur zelf ook partij is – het is niet onfeilbaar. Deze maatregelen tasten de accountability van het bestuur aan en zetten aandeelhouders rücksichtslos aan de kant. Dit bijt des te meer daar het bestuur grote verantwoordelijkheden en speelruimte heeft, zoals ook bekrachtigd door de Ondernemingskamer in de zaak AkzoNobel. De centrale rol van het bestuur in het Nederlandse systeem van corporate governance vraagt daarom om een scherp verantwoordingsmechanisme.

Op een meer fundamenteel niveau zou je de vraag kunnen stellen of de financiële wereld niet is losgezongen van de reële wereld. In plaats van te spreken over beleggen, waarbij los van de economische context uit duizenden aandelen en andere beleggingsmogelijkheden een beleggingsportefeuille wordt samengesteld, zouden we misschien liever moeten spreken over investeren, iets dat meer betrokkenheid suggereert bij de reële economie.

In dit onbepaalde speelveld bevindt zich de discussie. Het vraagt om een fundamenteel debat zonder te snel voor te sorteren op oplossingen.

### LITERATUUR

- Boot, A.W.A. (2010) *De ontwortelde onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers?* 2e druk. Assen: Van Gorcum.
- Duffhues, P. (2017) Naar een nieuwe betaalvorm ingeval van buitenlandse overnames van vitale Nederlandse ondernemingen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 91(5/6), 163–165.
- Kay, J. (2012) *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making*. Final report, 12/917. Londen.
- NCGC (2016) *De Nederlandse Corporate Governance Code*. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 8 december. Den Haag.
- Overkleef, F. (2017) *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen: een analyse van recht, gebeurtenissen en ideeën*. Serie Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 103. Deventer: Wolters Kluwer.
- Rey, H. (2013) *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*. Presentatie op het 25e Jackson Hole symposium. Augustus, Jackson Hole, WY.
- The Economist (2017) Why Uber's boss must go. *The Economist*, 15 juni.
- Vletter-van Dort, H.M. en T.A. Keijzer (2017) De veilige toekomst van de Nederlandse beursvennootschap. *Ondernemingsrecht*, 2017(73), 433–434.
- WRR (2016) *Samenleving en financiële sector in evenwicht*. Rapport, 96. Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.

### In het kort

- ▶ Aandeelhoudersoriëntatie is nuttig, maar te veel zorgt voor een kortetermijngerichtheid.
- ▶ Er zijn veel verschillende manieren om de financiële dynamiek te beperken.
- ▶ Voorsorteren op ad hoc oplossingen miskent de complexiteit van het debat.