

Bescherming en dynamiek

De Nederlandse overlegeconomie staat niet bekend om haar hoge aanpassingsnelheid en dynamiek. De markt mag haar werk doen, maar wel met mate en niet te hard. Om de concurrentie in goede banen te leiden, zorgen de direct betrokkenen vaak zelf voor een zekere regulering van de markt die bescherming en dynamiek met elkaar probeert te verzoenen.

Het jongste voorbeeld is het vorige week bereikte compromis tussen de effectenbeurs en de beursgenoteerde ondernemingen over de vermindering van beschermingsconstructies tegen onvrijwillige overnames. Volgens het bereikte akkoord blijven de beschermingsconstructies bestaan, maar kan een vijandige overnemer die 70% van de aandelen maar niet de zeggenschap heeft, na anderhalf jaar de beschermingsconstructies laten toetsen door een panel van deskundigen. Dit moet beoordelen of de aspirantkoper het goede voor heeft met de over te nemen onderneming, waarna kan worden besloten de zeggenschapsbeperkingen op te heffen. Het is een akkoord naar de beste Nederlandse traditie. Er is langdurig over onderhandeld. Partijen zijn er zelf, onder druk van het Ministerie van Financiën, uitgekomen. Ondernemingsbestuurders weten dat zij de belangen van grootaandeelhouders serieus dienen te nemen. Zij weten ook dat zij voorlopig geen vijandige overnames hoeven te vrezen. Kortom, er zal in de praktijk weinig of niets veranderen.

De aanval op de beschermingsconstructies is zeven jaar geleden geopend, omdat aandeelhouders meenden dat hun belangen erdoor werden geschaad. Een vrije overnamemarkt kon de prijs van ondernemingen verhogen waardoor de aandelenkoersen op de Amsterdamse beurs zouden stijgen. De dreiging van een onvrijwillige overname zou ondernemingsbestuurders er extra toe aanzetten om het maximale rendement uit het ter beschikking gestelde vermogen te behalen. Goed presterende ondernemingen op hun beurt zouden minder vermogen oppotten dat beter naar de markt kon terugvloeien om er een efficiëntere aanwending voor te vinden. Beschermingsconstructies, kortom, beperkten de optimale werking van de vermogensmarkt en zorgden ervoor dat beleggers in Nederlandse fondsen onvoldoende aan hun trekken kwamen.

De kritiek op de beschermingsconstructies past in de Angelsaksische ondernemingsfilosofie, waarin de onderneming in hoge mate wordt gezien als het verlengstuk van de aandeelhouders. In die visie is het primaire doel van de onderneming het vermeerderen van de aandeelhouderswaarde. In de Europees-continentale traditie echter wordt de onderneming veel meer gezien als een op continuïteit gerichte organisatie die de belangen van meerdere 'stakeholders' verenigt, zoals de ondernemingsleiding, het personeel, de vermogensverschaffers, de leveranciers en de afnemers. In die visie dient de strategie van de onderneming niet uitsluitend gericht te zijn op het maxima-

liseren van de aandeelhouderswaarde, maar moeten meerdere belangen tegelijk worden gediend. Door de toenemende liberalisatie en integratie van financiële markten heeft de Angelsaksische visie ook op het Europese vasteland onmiskenbaar aan invloed gewonnen. Dwingt dat ons niet om onze instituties verder in de richting van de vrije marktwerking aan te passen?

Het antwoord op die vraag hangt ervan af hoe wij de relatieve prestaties van beide marktmodellen beoordelen. In de Europese opvatting gaat het dan niet uitsluitend om het rendement voor de aandeelhouder, maar om de opbrengst voor de samenleving als geheel. De meest geëigende maatstaf om ondernemingsprestaties vanuit dit gezichtspunt te beoordelen, is de netto toegevoegde waarde per werknemer¹. Op dit punt doen Japanse en continentaal-Europese ondernemingen het substantieel beter dan Engelse en Amerikaanse, terwijl de laatste qua winstgevendheid beter scoren². De oorzaak is dat de concentratie op aandeelhouderswaarde leidt tot een sterke gerichtheid op korte-termijnrendement, waardoor investeringen in de kwaliteit van de productie, de opbouw van menselijk kapitaal, goede arbeidsverhoudingen e.d. naar de achtergrond worden verdrongen. Dat schaaft uiteindelijk de prestaties op lange termijn. Illustratief is dat het aandeel van Amerikaanse ondernemingen in de top-500 van grootste ondernemingen in de wereld tussen 1967 en 1992 is gedaald van 280 naar 142. Ook het aandeel van Engelse en Canadese ondernemingen is gedaald. Daarentegen is het aantal Europese en Japanse ondernemingen op de lijst sterk gestegen. Dit onderscheid wordt niet verklaard door omvang of sector; het loopt dwars door alle bedrijfstakken en grooteklassen heen.

Dit is geen pleidooi voor het onverkort handhaven van alle juridische beschermingsconstructies. Maar het vormt wel een waarschuwing dat er economische redenen kunnen zijn om niet te snel het Angelsaksische regiem van vrije marktwerking op de overnamemarkt te kopiëren. Misschien is de Europese oplossing om bescherming en dynamiek met elkaar in overeenstemming te brengen, zo slecht nog niet.

L. van der Geest

1. Zie H.W. de Jong, Prestaties van grote ondernemingen, *ESB*, 22 maart 1995.

2. Zie H.W. de Jong, European capitalism: between freedom and social justice, *Review of Industrial Organization*, te publiceren in augustus 1995.