

Macht bij ondernemingen nog onbepaald

ARNOUD W.A. BOOT, hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

Door de financiële crisis is men het even vergeten, maar een van de belangrijke maatschappelijke thema's is de macht van het kapitaal bij ondernemingen. Kunnen aandeelhouders zomaar ingrijpen en veranderingen afdwingen? De strijd rond ABN-AMRO en die rond Stork staan nog scherp op het netvlies. Het vraagstuk is in Nederland zich aan het juridiseren, althans het aantal zaken dat aanhangig wordt gemaakt bij de Ondernemingskamer lijkt alleen maar toe te nemen. Afgelopen zomer heeft de Hoge Raad (2010) in een uitspraak aangaande het chipbedrijf ASMI hieraan een volgend hoofdstuk toegevoegd. Het gaat hier om een onderliggend conflict tussen bestuur en aandeelhouders over een al dan niet wenselijke opsplitsing van de onderneming. In zijn uitspraak lijkt de Hoge Raad nadrukkelijk de positie van het bestuur van ondernemingen ten opzichte van aandeelhouders te willen versterken. In het bijzonder geeft de Hoge Raad in zijn uitspraak duidelijk de suggestie dat vergeleken met eerdere uitspraken hij meer ruimte ziet voor het nemen van beschermingsmaatregelen.

Wat ook opvalt, is dat de Hoge Raad stelling neemt tegen de gedachte dat de raad van commissarissen (RvC) zou moeten bemiddelen in geval van een conflict tussen bestuur en aandeelhouders. Dit is verrassend omdat de corporate-governance-commissies in Nederland steeds explicieter zijn geworden in hun opvatting dat bij conflicten tussen aandeelhouders en management commissarissen in principe bereid moeten zijn aandeelhouders aan te horen en voor zover gewenst bemiddelend moeten optreden. Wat nog het meest opvalt, is dat de Hoge Raad meer dan ooit de indruk wekt zelf niet te weten hoe te komen tot evenwichtige machtsverhoudingen, en in afwachting op meer wijsheid vooralsnog elke interpretatie van de Ondernemingskamer, die aandeelhouders meer rechten toekent, lijkt tegen te houden. Dit valt de Hoge Raad moeilijk te verwijten: het machtsvraagstuk bij ondernemingen lijkt nog steeds onbepaald.

Nu het even iets rustiger lijkt op het corporate-governance-front, is hopelijk een verdere verfijning van corporate governance in Nederland mogelijk. Het lijkt gewenst dat er een actieve discussie gevoerd gaat worden waar een drietal zaken centraal staat: ten eerste, hoe aan te kijken tegen de uitspraak van de Hoge Raad met betrekking tot de rol van de RvC bij conflicten tussen management en aandeelhouders; ten tweede, de gewenste speelruimte van het management, met andere woorden hoe zorgen we ervoor dat het management niet door dagelijkse wispelturigheden van financiële markten dusdanig aan speelruimte inboet waardoor het voeren van een doordachte strategie wordt verstoord; en ten derde, hoe moet tegen de juridisering van corporate governance in Nederland worden aangekeken. Dit laatste gaat over, wat ik zal

noemen, een spagaat in het Nederlandse vennootschapsrechtelijke systeem waarbij de RvC het vennootschappelijk belang moet dienen maar door een deelbelang, de aandeelhouders, kan worden weggestuurd. Ik zal aangeven dat deze divergentie aanleiding kan zijn voor een kostbare juridisering van het machtsvraagstuk rond ondernemingen. Voor wat betreft de rol van de RvC bij conflicten met aandeelhouders heeft de internationale praktijk afgedwongen dat aandeelhouders in het geval van conflicten willen kunnen spreken met de RvC, en met name met de president-commissaris. Dit is ook verwoord in de meest recente corporate-governance-code van 2008. De noodzaak van deze toevoeging was groot en het wordt gezien als een verre van triviale toevoeging. De Hoge Raad benadrukt de de-escalerende en objectieve rol die de RvC moet vervullen. Het had geholpen als hieraan expliciet was toegevoegd dat dit onder veel omstandigheden betekent dat de RvC wel degelijk in dialoog moet treden met aandeelhouders. Weigeren te praten zal immers vaak worden ervaren als escalierend.

Management en speelruimte

Het is aardig om even een stapje terug te doen in de tijd. Economen zagen met lede ogen aan hoe in de jaren zestig en zeventig van de vorige eeuw grote conglomeraten ontstonden die niet bepaald efficiënt gemanaged konden worden maar gedreven werden door *empire building*-instincten van op hol geslagen managers. Hoe groter het bedrijf, hoe meer prestige. In belangrijke bijdragen hebben Alchian en Demsetz (1972) en Jensen en Meckling (1976) het zogenaamde *agency*-probleem tussen de moeilijk in toom te houden agent, te weten het management, en de weinig krachtige principaal, de aandeelhouders, verder onder de aandacht gebracht. Het bracht Michael Jensen er zelfs toe om in 1976 in de *Harvard Business Review* te spreken over de *eclipse of the public corporation*: beursgenoteerde ondernemingen zouden ten gronde gaan aan de expansiedrift van niet in te tomen management. Kern was de machteloosheid van de vaak zeer verspreide aandeelhouders. Er zou onvoldoende tegenwicht uitgaan van deze partij. Het is verbijsterend om te zien hoe de discussie in het laatste decennium is omgedraaid. Nu wordt gesproken over te machtige aandeelhouders die hun brute kracht loslaten op ondernemingen en als roofdieren ondernemingen kapotmaken, louter en alleen voor gewin op korte termijn. Juist het management van beursgenoteerde ondernemingen, precies die ondernemingen waar volgens Berle en Means (1932), Galbraith (1967) en Jensen en Meckling (1976) het management zo maar zijn eigen weg kan gaan, zou nu zijn overgeleverd aan de willekeur van financiële markten en de daarin fungerende gelegenheidsaandeelhouders. Deze omslag van 180 graden in het denken laat zien dat enige

bezinning nodig is. Zien we het wel goed? Hebben de aandeelhouders werkelijk zo veel te vertellen, en hadden ze werkelijk zo weinig te vertellen in het verleden? Elders benadruk ik dat aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen verre van almachtig zijn, voor zover ze überhaupt echt macht willen uitoefenen, maar dat de maatschappij en in haar kielzog het management van ondernemingen zich nadrukkelijk op financiële markten is gaan richten (Boot, 2010). Aandelenkoersen en andere informatie uit de financiële markt staan dagelijks centraal in kranten en 24-uurs-media. Maar financiële markten, en de prijsvorming daarop, zijn hypegevoelig. Sommige dingen zijn op een bepaald moment populair, andere even niet. Ondernemingen worden overstelpeld door consultants, analisten, *investment bankers* en niet te vergeten de media om mee te doen aan de laatste hype. Deze druk op ondernemingen kan tot gevolg hebben dat het management zich opgejaagd voelt en zich te makkelijk overgeeft aan de waan van de dag waardoor ze haar strategie loslaat. Als dan ook nog de directe beloning van het management wordt gekoppeld aan de aandelenkoers, en het management dus afgerekend wordt op de hypegevoelige waarden in de financiële markten, dan is de cirkel zo ongeveer rond. Deze analyse suggereert dat de kortzichtigheid, of hypegevoeligheid van het management, maar zeer ten dele te maken heeft met aandeelhouders zelf. Het is dan ook niet op voorhand duidelijk hoe ver de reikwijdte van beschermingsconstructies moet zijn. Als deze er louter op gericht zijn om het management zich te laten verschansen, en hiertoe effectief zijn, dan ontbreekt het aan *checks and balances* en staan aandeelhouders machteloos. Dit is ook volgens de Hoge Raad ongewenst: aandeelhouders moeten wel degelijk een rol van betekenis spelen. Het andere extreem verdient echter ook niet de voorkeur. Als aandeelhouders zomaar bestuurders en commissarissen weg kunnen sturen dan kunnen zij op elk moment hun zin doordrijven. Dit kan een veel te grote wispelturigheid betekenen, en daarmee onvoldoende mandaat of speelruimte laten voor het bestuur. Zie hier de complexiteit in corporate governance: hoe de juiste middenweg te vinden?

Corporate governance in een spagaat

Hoe om te gaan met de spagaat in de inrichting van corporate governance in Nederland. In ons land kent men sinds lange tijd de notie van het vennootschappelijk belang. De RvC speelt daarbij een cruciale rol als belangrijkste toezichtorgaan, met als opdracht om het bredere vennootschappelijk belang te waarborgen, dus nadrukkelijk ook andere belangen dan die van alleen aandeelhouders. Maar dit verhoudt zich moeizaam met de internationaal afgedwongen versterking van de positie van aandeelhouders waar deze laatsten als deelbelang diezelfde RvC naar huis kunnen

sturen. Wringt er dan niet iets? Komt de RvC dan niet ongewild in een soort spagaat terecht? De worsteling van de Hoge Raad met het invoeren van beschermingsconstructies is in dit kader interessant. In de eerdere zaak van Rodamco North America/Westfield concludeerde de Hoge Raad dat het in stelling brengen van beschermingsaandelen gerechtvaardigd was om in afwachting van de uitkomst van nader overleg de status quo te kunnen handhaven. Dus tijdelijk. In de beschikking van afgelopen zomer wordt dit herhaald maar tegelijkertijd lijkt de Hoge Raad open te laten dat in bepaalde gevallen bescherming voor onbepaalde tijd niet uitgesloten is. Echte criteria worden niet gegeven, buiten dat wordt verwezen naar vage noties: "De aandeelhouders (...) kunnen (...) in beginsel hun eigen belang vooropstellen." En dit kan "ter detrimente (...zijn) van het vennootschapsbelang op lange termijn en de andere deelbelangen".

Op basis van deze vage noties dreigt corporate governance in Nederland een juridisch steekspel te blijven zonder voldoende houvast. Meer eenduidigheid is nodig. Hoe schadelijk is het als conform de Amerikaanse praktijk, in het bijzonder het ondernemingsrecht van de staat Delaware, zwaarder wordt ingezet op het aandeelhoudersbelang in plaats van op het vennootschappelijk belang? Dan nog is het mogelijk om conform juist die Amerikaanse praktijk aandeelhouders op enige afstand van de onderneming te houden. Aandeelhouders kunnen niet zomaar ingrijpen in Amerika. De vraag daarbij is ook of binnen een meer eenduidig aandeelhoudersmodel aandeelhouders juist zelf bereid zijn een grotere afstand van de onderneming te nemen. Anders gesteld, nodigt het meerdimensionale en dus vagere kader van het vennootschappelijke belang niet uit tot aandeelhoudersagressiviteit met weinig mandaat voor de ondernemingsleiding? Aandeelhouders moeten dan immers continu op hun hoede zijn dat hun belangen worden gediend en ze worden gedwongen voortdurend over de schouder van het management mee te kijken. Misschien klinkt het paradoxaal, maar een duidelijkere aandeelhoudersoriëntatie zou het management juist meer ruimte kunnen geven om een eigen beleid uit te zetten.

LITERATUUR

- Alchian, A.A. en H. Demsetz (1972) Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, 62(december), 777-795.
 Berle, A.A. en G.C. Means (1932) *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt: Brace and World.
 Boot, A.W.A. (2010) *De ontwortelde onderneming: ondernemingen overgeleverd aan financiers?* Assen: Koninklijke Van Gorcum.
 Galbraith, J.K. (1967) *The new industrial state*. Boston: Houghton Mifflin.
 Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(oktober), 302-360.