



Ieder aandeel een stem

Auteur(s):

Moerland, P.W.

Hoogleraar ondernemingsfinanciering aan de KUB, en lid van de Commissie-Peters. Het rapport van de commissie Corporate Governance in Nederland; een aanzet tot verandering en een uitnodiging tot discussie, is verkrijgbaar bij de Amsterdamse Effectenbeurs. Het artikel is op persoonlijke titel.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4095, pagina 168, 26 februari 1997

Rubriek:**Trefwoord(en):**

corporate, governance

De Commissie Corporate Governance (Commissie-Peters) is voor herwaardering van het adagium 'one share-one vote'. Kapitaalbreng en zeggenschap moeten aan elkaar verbonden zijn. De kapitaalverschaffers moeten serieuze invloed binnen de vennootschap kunnen uitoefenen, onder meer door betere informatievoorziening en een versterking van de algemene vergadering van aandeelhouders.

Het bestuur en de controle van beursgenoteerde ondernemingen staan momenteel in Nederland ter discussie. Hoe zijn de betrekkingen tussen de belanghebbenden geregeld en wat moet verbeteren? In dit artikel wordt ingegaan op de problemen bij de aansturing van de beursgenoteerde onderneming. Een grotere stem voor de aandeelhouder, ofwel herwaardering voor het beginsel 'ieder aandeel een stem', is gewenst.

Principaal en agent

Bij de klassieke ondernemer zijn de functies van eigendom en directie in één persoon verenigd. Bij hem berusten de zeggenschap, het ondernemingsrisico en het recht op het residuële ondernemersinkomen. Het regime van de klassieke onderneming kan om verschillende redenen knellen. Ten eerste kunnen tekort schietende financiële middelen aantrekkelijke investeringsprojecten belemmeren (dit probleem doet zich vaak voor tijdens de groeifase van de onderneming). Ten tweede wordt risicospreiding van de ondernemer gehinderd. Ten derde is vervreemding van het vermogen niet goed mogelijk zonder de zeggenschap over de onderneming prijs te geven. Het vermogen is slecht verhandelbaar, hetgeen een opoffering inhoudt in termen van mogelijke alternatieve bestemmingen (bijvoorbeeld consumptie).

Als deze belemmeringen te groot worden kan een beursgang worden overwogen. Dan ontstaat een scheiding tussen leiding en financiering. De scheiding biedt voordelen van schaal, diversificatie, en verhandelbaarheid van vermogenstitels. De externe aandeelhouders kunnen het risico over hun beleggingen spreiden door diversificatie. Bovendien kunnen ze de meest gekwalificeerde bestuurskracht selecteren, los van een eventuele vermogensinbreng. Maar de scheiding kan ook een belangenconflict opleveren tussen ondernemingsleiding en externe aandeelhouders. Het gaat hier om een agency-probleem: de ene partij, de agent, behoort te presteren ten behoeve van de andere partij, de principaal, in ruil voor een bepaalde vergoeding. Beide partijen streven hun eigen belang na en deze belangen kunnen uiteenlopen. De risicohouding kan verschillen, of de motivatie en inspanning van de agent kunnen tekort schieten. De beheersing van het probleem brengt kosten met zich mee. De opdeling van de ondernemersfunctie biedt dus niet alleen voordelen maar ook nadelen. Deze problematiek vormt de kern van 'corporate governance': de besturing en controle van de beursvennootschap.

De macht van de aandeelhouder

In theorie ...

Aan een aandeel zijn in beginsel twee elementaire rechten verbonden: een lidmaatschapsrecht en een vermogensrecht. Het lidmaatschapsrecht verschafft de aandeelhouder zeggenschap, onder andere door de mogelijkheid om stemrecht uit te oefenen in de algemene vergadering van aandeelhouders. Het vermogensrecht verschafft de aandeelhouder het recht op uitkeringen uit de winst en, indien van toepassing, op een evenredig deel van het liquidatiesaldo. Deze rechten hebben in theorie een proportioneel karakter: een grootaandeelhouder heeft meer te vertellen dan een kleine aandeelhouder.

... en in praktijk

In de praktijk wordt echter op velerlei wijzen gebroken met dit evenredigheidsbeginsel, zowel bij het vermogensrecht als bij het lidmaatschapsrecht. Een voorbeeld van een afwijking van het beginsel van evenredigheid bij het vermogensrecht is het winstpreferente aandeel. Bij het lidmaatschapsrecht zijn meer voorbeelden te noemen. Een evident geval betreft de stemrechtbeperking (onder andere bij Koninklijke Olie en AkzoNobel). Maar dit komt in ons land, anders dan in Duitsland, slechts weinig voor. Certificering van aandelen gebeurt vaker, namelijk bij ongeveer een derde van de Nederlandse beursvennootschappen (exclusief beleggingsfondsen). Het lidmaatschapsrecht berust hier bij een administratiekantoor dat zijn stem kan uitbrengen in de algemene vergadering van aandeelhouders. Bijna veertig procent van de Nederlandse beursvennootschappen maakt gebruik van prioriteitsaandelen. Deze beperken de zeggenschap van gewone aandelen, bijvoorbeeld door het recht op wijziging van de statuten, of andere belangrijke besluiten,

exclusief aan de prioriteitsaandelen te verbinden. Ten slotte is er het structuurregime, dat voor iets minder dan twee derde van de Nederlandse beursvennootschappen geldt. Dit beperkt het recht van aandeelhouders bij de benoeming van bestuurders en commissarissen.

Soms is de doorbreking van de evenredigheid tussen het vermogensrecht en het lidmaatschapsrecht te rechtvaardigen. Dit is het geval indien door veelvuldige wisselingen in het aandeelhouderschap en door toevallige aanwezigheid van aandeelhouders in de algemene vergadering van aandeelhouders de continuïteit in de besluitvorming van de vennootschap in het geding is. Ook een onwelgevallig overnamebod kan beperking van de macht van aandeelhouders rechtvaardigen: de ondernemingsleiding moet ook andere belangen dan die van de aandeelhouder kunnen afwegen. Beschermingsmaatregelen kunnen hiertoe behulpzaam zijn.

Maar het is niet te rechtvaardigen om dergelijke beschermingsmaatregelen onder normale omstandigheden, dus buiten de situatie van een onwelgevallig bod, te handhaven, tenzij zulke maatregelen tevens een rechtvaardigingsgrond zouden vinden in de gewenste continuïteit in de besluitvorming van de vennootschap. Preferente aandelen horen niet uit te staan in 'vredestijd'. Voor andere maatregelen, zoals certificering en prioritering, ligt dat genuanceerder.

Naast de formele beknotting van de macht van de aandeelhouder kan een doorbreking van het evenredigheidsbeginsel zich ook op niet-formele gronden voordoen. Indien het aandelenbezit sterk gespreid is ontstaat 'rationele passiviteit'. Een kleine aandeelhouder bespaart zich de moeite en kosten om echte invloed uit te oefenen, omdat hij er zelf onevenredig weinig van terugziet en omdat anderen er kosteloos van kunnen meeprofiteren. Dit probleem kan worden verkleind door samenwerking of door representatie (Vereniging van Effectenbezitters).

Gevolgen voor vermogenskosten

De economische effecten van doorbreking van het beginsel 'ieder aandeel een stem' zijn gemengd. Er zijn ondernemingen die de voordelen van een beursgang wensen te benutten, zonder evenwel zeggenschap aan buitenstaanders te willen afstaan. Bijvoorbeeld door een partiële beursgang, waarbij de oorspronkelijke eigenaren meer dan 50% van de aandelen behouden. Of via een 'holding'-constructie met gelaagde meerderheidsposities. Of door uitgifte van prioriteitsaandelen in vertrouwde kring. Maar beknotting van zeggenschap wordt verdisconteerd in de prijs die aandeelhouders voor de onderneming over hebben. Dat verhoogt de vermogenskosten van de onderneming. In feite wenst de ondernemer het beste van twee werelden: de voordelen van externe financiële bronnen zonder verlies van zeggenschap.

Er zijn ook ondernemingen die doelbewust aansturen op een wijde verspreiding van hun aandelen over zeer vele, kleine beleggers. Van effectieve uit-oefening van zeggenschap zal dan weinig terecht komen. Indien de onderneming evenwel onbeschermd is en de beleggers via een premiedragend bod van zeggenschapswisseling kunnen profiteren, zal dit de vermogenskosten kunnen drukken.

Denkbaar is ook dat zich onder de aandeelhouders een of meer grootaandeelhouders bevinden, die er werk van maken om de ondernemingsleiding zo goed mogelijk te adviseren en te controleren. Dat kan een positief effect hebben op de beheersing van het agency-probleem en daardoor op de hoogte van de vermogenskosten. Hier raken we evenwel aan een fundamenteel dilemma van de meest wenselijke structuur van het aandeelhouderschap van een beursvennootschap.

Liquiditeit versus controle

Eenzijds is een wijde verspreiding van de aandelen over een groot aantal kleinere aandeelhouders wenselijk voor een goede verhandelbaarheid en prijsvorming: het liquiditeits-aspect. Anderzijds is een kleine kring van grotere kernaandeelhouders wenselijk voor stabiliteit in de aandeelhoudersbasis en een duurzame dialoog omtrent het beleid en de financiële uitkomsten van de onderneming: het controle-aspect. Maar, extreem gesteld, bij volledige controle (een 100%-belang) is er geen markt en bij een volledig liquide markt (perfecte spreiding) is er geen controle. Gebrek aan liquiditeit en gebrek aan controle hebben beide negatieve gevolgen voor de beurskoers. In feite gaat het om een afruil tussen twee vormen van disciplinerende, namelijk directe disciplinerende via de uitoefening van effectieve zeggenschap en indirecte disciplinerende via een transactie ter beurze. Ofwel: stemmen met het hoofd, dan wel stemmen met de voeten. Een beursvennootschap opereert onder de tucht van deze beide mechanismen en moet daar zo goed mogelijk op inspelen, wil ze een goede toegang, tegen concurrerende voorwaarden, tot de openbare kapitaalmarkt zeker stellen.

Om het dilemma op te lossen moet aan twee voorwaarden worden voldaan. Ten eerste dient de informatievoorziening door de vennootschap aan alle aandeelhouders gelijk en gelijktijdig te zijn. Ten tweede moeten de kleine beleggers erop kunnen rekenen dat de invloed van de grootaandeelhouders mede tot hun voordeel strekt, of anders gezegd: er dient geen belangentegenstelling te bestaan tussen verschillende categorieën van aandeelhouders.

Concluderend kan worden gesteld dat doorbreking van het beginsel 'ieder aandeel een stem' de agency-kosten vergroot en een negatieve invloed heeft op de vermogenskosten van de onderneming. Dit is in mindere mate het geval indien één of enkele grootaandeelhouders in staat zijn om het agency-probleem te beheersen door doeltreffende advisering of controle. Maar dan is er tevens sprake van een zodanige concentratie van het aandelenbezit dat de marktliquiditeit nadelig wordt beïnvloed. Ook dat heeft zijn prijs. Langs welke lijnen kan nu de 'corporate governance' van beursvennootschappen worden verbeterd?

Informatie: een agency-probleem

Het agency-probleem tussen aandeelhouders en ondernemingsleiding berust op de combinatie van een belangenverschil en een informatieverschil. Oplossingen kunnen dus worden gevonden in methoden om deze verschillen te beperken. Een triviaal voorbeeld is om de ondernemingsleiding alle aandelen te laten houden: dan vallen agent en principaal samen en verdwijnt het probleem. Maar de beursvennootschap ontleent nu juist zijn kracht aan de scheiding tussen leiding en financiering, zodat hier het kind met het badwater wordt weggegooid. De belangen van aandeelhouders en ondernemingsleiding kunnen op één lijn worden gebracht door koppeling van de beloning aan aandelenprijzen, bijvoorbeeld door gedeeltelijke beloning in aandelen en aandelenopties.

Het overbruggen van de informatiekloof kan direct of indirect. Indirecte overbrugging kan geschieden met een schakel tussen

ondernemingsleiding en externe aandeelhouders, zoals een toezichthoudend orgaan of een 'rating agency'. Een toezichthoudend orgaan (zoals de raad van commissarissen) kan rechtstreeks supervisie uitoefenen en eventueel disciplinerende maatregelen treffen. Aangezien tussen raad van bestuur en raad van commissarissen de vertrouwelijkheid kan worden gewaarborgd kan ook concurrentiegevoelige informatie vrijelijk worden verstrekt zonder vrees voor schadelijke effecten die bij openbaarmaking zouden kunnen optreden. Ook aan 'rating agencies' pleegt vertrouwelijke informatie te worden verstrekt, maar deze werkt op onherkenbare, niet specifieke wijze door naar de vermogensmarkt, namelijk via de 'ratingscore'.

Daarnaast is er de directe wijze van informatieverstrekking. Hiermee belanden we op het terrein van de beleggersrelaties of 'investor relations'. Informatieverschillen tussen ondernemingsleiding en aandeelhouders zijn op zichzelf schadelijk voor de koersvorming van het aandeel en daarmee voor de vermogenskosten van de onderneming, voor de relatieve concurrentiepositie en voor de positie van het zittend management. De ondernemingsleiding heeft er belang in om de informatiekloof met de vermogensmarkt zo klein mogelijk te houden.

Beter toezicht

Het toezicht op beursvennootschappen verschilt per land. Opmerkelijk is dat de huidige regelingen voor het toezicht bijna overal ter discussie staan. De Angelsaksische landen kennen een gemengd toporgaan, de 'board of directors', waarin zowel 'executives' als 'non-executives' zitting hebben. In ons land en in Duitsland bestaat een scheiding tussen het leidinggevende orgaan (raad van bestuur respectievelijk 'Vorstand') en het toezichthoudende orgaan (raad van commissarissen respectievelijk 'Aufsichtsrat'). In Frankrijk geldt een optioneel systeem: gemengd of gescheiden, naar keuze van de onderneming.

Angelsaksisch toezicht

De New York Stock Exchange verplichtte tot 1986 aldaar genoteerde ondernemingen tot handhaving van het 'one share-one vote'-beginsel. Onder concurrentiedruk van AMEX en Nasdaq, alsmede onder druk van de ondernemingen zelf, die in de 'roaring eighties' op bescherming tegen vijandige overnames aandrongen is de NYSE door de knieën gegaan ¹. Sinds een tiental jaren zijn 'dual class shares' geoorloofd.

In Amerika en Engeland worden board-leden benoemd door de aandeelhouders. Het is gebruikelijk dat de chief executive officer tevens voorzitter van de board is. Hier is dus niet zozeer de vraag: wie ziet toe op de toezichthouder, maar veeleer: op wie ziet de toezichthouder nu eigenlijk toe? Op zichzelf?

We zien overigens een tendens om de rol van de uitvoerende bestuurders in de board terug te dringen. Voorts gaat men bij veel ondernemingen over tot het instellen van aparte (in belangrijke mate door 'non-executives' bemande) commissies binnen de board voor specifieke deelterreinen zoals het beoordelen van de financieel-economische procedures en resultaten, of het vaststellen van de beloning van de ondernemingsleiding. Een en ander in overeenstemming met daarop toegesneden 'codes of conduct' en 'codes of best practice'.

Duitsland

In Duitsland beschikken (net als bij ons) behalve de aandeelhouders ook de werknemers over formele rechten aangaande de benoeming van toezichthouders. Bij grote vennootschappen in Duitsland wordt de helft van de leden van de 'Aufsichtsrat' benoemd door de factor arbeid en de andere helft door de factor kapitaal. Momenteel plaatst men vraagtekens bij de effectiviteit van de paritaire vertegenwoordiging van de factoren arbeid en kapitaal in het toezichthoudende orgaan. Die constructie belemmert een goede strategische discussie in vergaderingen van de raad en leidt ertoe, zo valt wel eens te beluisteren, dat de eigenlijke gedachtenwisselingen vooral buiten die vergaderingen om plaatsvinden. Noodzakelijke aanpassingen zouden nogal eens opgehouden worden door het uitspelen van een deelbelang, zoals behoud van arbeidsplaatsen. Voorts wordt de rol van de grote industriebanken als toezichthouders bij het bedrijfsleven in toenemende mate bekritiseerd, enerzijds naar aanleiding van enkele incidenten (zoals bij Metallgesellschaft) anderzijds vanwege hun vermeende industriepolitieke invloed. In Duitsland zien we een terugtrekkende beweging van de bankiers in het toezicht, vooral in de rol als voorzitter van de raad. Het formaliseren van deelbelangen binnen de raad is achteraf geen gelukkige keuze gebleken. Navolging van dat systeem ligt dan ook niet erg voor de hand.

Nederland

Voor grote vennootschappen in ons land is onder voorwaarden het structuurregime van toepassing, waarbij een uniek systeem van cooptatie van kracht is. De raad van commissarissen is bij vacatures zelf tot benoeming van nieuwe leden bevoegd. De algemene vergadering van aandeelhouders, de ondernemingsraad en het bestuur hebben het recht om kandidaten aan te bevelen, terwijl beide eerstgenoemde organen ook tegen voorgedragen kandidaten bezwaar mogen aantekenen.

Sommigen vragen zich af of het systeem van cooptatie wel houdbaar is: wie oefent in dit systeem toezicht uit op de toezichthouders? Maar het Nederlandse model van toezicht bij structuurvennootschappen lijkt mij in vergelijking met het Angelsaksische model aan de ene kant en het Duitse model aan de andere kant niet slecht. Het voorziet in een scheiding van leiding en toezicht en conflicterende deelbelangen worden niet systematisch geformaliseerd. De commissarissen kunnen zich bij hun oriëntatie op het ondernemingsbelang onafhankelijk opstellen, zonder daarbij deelbelangen uit het oog te verliezen.

Wat het structuurregime annex cooptatiesysteem betreft kan de vraag worden gesteld waar de commissarissen zelf met hun verantwoording terecht kunnen. Wellicht zouden aandeelhouders (en andere belanghebbenden) meer dan thans gebruikelijk is hun formele rechten aangaande de samenstelling en het functioneren van het toezichthoudend orgaan kunnen uitoefenen. De invloed van de zijde van de gewone aandeelhouders kan in veel gevallen stellig worden vergroot, ook binnen de bestaande juridische architectuur. Door de voortschrijdende institutionalisering van het aandelenbezit en door de voortgaande intensivering van de belangenbehartiging van de kant van de kleine beleggers zal de aandrang om meer betrokken te zijn bij het reilen en zeilen van de onderneming toenemen. Deze ontwikkeling behoeft zeker niet strijdig te zijn met het belang van de onderneming en dat is uiteindelijk de oriëntatie waarnaar ook commissarissen zich hebben te richten.

Conclusie: ieder aandeel een stem

Herwaardering van het beginsel 'ieder aandeel een stem' kan een bijdrage leveren aan verbetering van 'corporate governance' en daarmee van de vermogenskosten van de onderneming. De institutionele aandeelhouders zijn zich reeds tot meer actieve, om verantwoording vragende, beleggers aan het ontwikkelen. Kleine aandeelhouders zouden zich kunnen doen vertegenwoordigen met behulp van volmachten of anderszins. Zo is het in Duitsland gebruikelijk dat grote banken mede namens particuliere beleggers bij volmacht stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders. In Nederland zouden certificaathouders zich door een administratiekantoor kunnen laten vertegenwoordigen. De certificaathouders moeten dan zeggenschap hebben in de samenstelling van het bestuur van het administratiekantoor.

Zie ook: [De raad van commissarissen](#) van T. Witteveen-Hevinga.

¹ Zie H. Oosterhout, *Takeover barriers: the good, the bad, and the ugly*, proefschrift KUB, Tilburg, 1996.