

Wie a zegt moet

Het is 2007. Na de overnames van ABN Amro, Hagemeyer, Numico en Stork ontspint zich een debat over de vraag of het een goed idee is dat Nederlandse bedrijven door buitenlandse investeerders overgenomen worden. De regering is helder: voor “een misplaatst Oranjegevoel” is volgens minister Bos (2007) geen ruimte.

Nu is de toon anders. Minister Kamp pleit, ongetwijfeld in reactie op de overnamebiedingen op Unilever en AkzoNobel, voor een wettelijke bedenktijd van een jaar bij een dreigende vijandige overname (Tweede Kamer, 2017). Is minister Kamp gevallen voor een misplaatst Oranjegevoel? Niet per se.

De kritische houding ten opzichte van beschermingsconstructies van minister Bos tien jaar geleden weerspiegelt de gedachte dat het maximaliseren van aandeelhouderswaarde het doel van de onderneming is. Deze gedachte kwam in de jaren tachtig overwaaien uit de Angelsaksische wereld en heeft

ervoor gezorgd dat aandeelhouders meer macht in de onderneming kregen, laten Abe de Jong, Ailsa Röell en Gerarda Westerhuis in deze *ESB* zien. Beschermingsconstructies zijn in deze gedachte misplaatst omdat investeerders de kans moeten hebben om een bedrijf over te nemen als dat tot meer waardecreatie zou kunnen leiden. En daarbij zou het niet uit moeten maken waar het bedrijf toevallig gevestigd is: zoals Nederlandse ondernemingen de afgelopen decennia veelvuldig buitenlandse ondernemingen hebben opgekocht, zou het ook mogelijk moeten zijn dat Nederlandse ondernemingen in buitenlandse handen vallen.

Het is echter de vraag of de focus op aandeelhouderswaarde wel zo'n goed idee is. Een empirische analyse van Pieter-Jan Bezemer, Henk Volberda en Frans van den Bosch in deze *ESB* laat zien dat de toegenomen oriëntatie op aandeelhouders onder Nederlandse bedrijven over het algemeen tot slechtere financiële prestaties heeft geleid.

Een belangrijk bezwaar van een oriëntatie op aandeelhouderswaarde, zo stelt Arnoud Boot in dit nummer, is de andere tijdshorizon op financiële markten: terwijl bedrijfsbestuurders geacht worden te zorgen voor langetermijnwaardecreatie, kan de dynamiek op financiële markten ervoor zorgen dat het bestuur zich louter richt op de volgende kwartaalresultaten.

In de Verenigde Staten ligt het maximaliseren van aandeelhouderswaarde om deze reden al enige tijd onder vuur. Jack Welch, als CEO van General Electric begin jaren tachtig een van de eersten die het idee omarmde, noemde het in 2009 bijvoorbeeld “the dumbest idea in the world” (*Financial Times*, 2009) en recent kwam ook *Harvard Business Review*, eveneens lang een pleitbezorger, in een redactioneel onder de veelzeggende kop ‘Shareholder wealth vs. corporate health’, terug op het idee.

Ook in de bedrijfseconomische wetenschap is deze kentering in het denken zichtbaar. Jan-Willem Stoelhorst laat in deze *ESB* zien dat er weinig bewijs is voor de vermeende efficiëntie van dit model. Integendeel, diverse economische argumenten suggereren dat juist een stakeholdermodel geschikter is voor

De rol van aandeelhouders in historisch perspectief	
ABE DE JONG, AILSA RÖELL EN GERARDA WESTERHUIS	312
Geen haast maar herbezinning in het corporategovernance-debat	
ARNOUD BOOT	316
Langetermijnnoriëntatie en de opkomst van passieve investeerders	
EELKE HEEMSKERK	320
Focus op aandeelhouder veelal slecht voor de financiële prestaties	
PIETER-JAN BEZEMER, HENK VOLBERDA EN FRANS VAN DEN BOSCH	322
Argumenten voor een stakeholderbenadering van ondernemingsbestuur	
J.W. STOELHORST	326
Maatschappelijk toezicht op overnames is dringend gewenst	
BEN DANKBAAR EN HANS SCHENK	330
In de delta van het Rijnland	
JAAP WINTER	334
Uit 1988: De overnamemarkt in theorie en praktijk	
	335

ook b zeggen

het faciliteren van teamproductie. Hij pleit daarom, net als Ben Dankbaar en Hans Schenk, voor een herwaardering van het Rijnlandse bestuursmodel, waarin bestuurders de belangen van verschillende stakeholders van het bedrijf afwegen, in plaats van zich uitsluitend op de belangen van aandeelhouders te richten.

Het is wat dat betreft niet verbazingwekkend dat minister Kamp refereert aan het Rijnlandse model in zijn Kamerbrief. Maar met het beperken van de macht van aandeelhouders bij overnames alleen is hij er niet. In zijn column in dit nummer stelt Jaap Winter de cruciale vraag: hoe zit het dan met de rest van het Rijnlandse model? Wie is er nog in staat het ondernemingsbestuur te corrigeren als de rechten van aandeelhouders eenzijdig beperkt worden? De macht van de andere stakeholders is in de Nederlandse context zo verwaterd dat zij het management nauwelijks zullen kunnen corrigeren.

In de jaren zeventig was het juist de onvrede over de grote macht van bestuurders die leidde tot het uitbreiden van de invloed van aandeelhouders (De Jong et al., in deze *ESB*). Met beperken van de macht van de aandeelhouder alleen, zonder uitbreiden van de macht van een van de andere stakeholders, bestaat het risico dat het management weer de macht krijgt die het in de jaren zeventig had. Het is daarom zaak om verder na te denken over de machtsverdeling in de onderneming.

Het zou bijvoorbeeld kunnen helpen als ondernemingen een aantal grote, betrokken aandeelhouders zouden hebben, die meer geïnteresseerd zijn aan de langetermijnwaardecreatie in de onderneming en daarover met het management in gesprek gaan. De recente concentratie van eigendom bij passieve investeerders, waar Eelke Heemskerk in dit nummer op wijst, zou hieraan bij kunnen dragen.

Daarnaast kan het probleem aangepakt kunnen worden door werknemers meer invloed te geven op de strategie van de onderneming. Zo zou de Raad van Commissarissen bijvoorbeeld versterkt kunnen worden door werknemerscommissarissen aan te stellen (Van Manen, 2000). Veel grote beursgenoteerde bedrijven in Frankrijk, Scandinavië en Oostenrijk

kennen dergelijke werknemersvertegenwoordigers en in grote Duitse bedrijven als BMW, Siemens en Bosch is zelfs de helft van de commissarissen aangesteld door werknemers (Kleinknecht, 2015). Vaak wordt gedacht dat dergelijke medezeggenschap ten koste gaat van de efficiëntie, maar empirisch onderzoek suggereert het tegenovergestelde (Addison, 2009; Fauver en Fuerst, 2006).

Als het minister Kamp inderdaad te doen is om een revitalisering van het Rijnlandse model, zoals hij suggereert, dan moet hij meer doen dan alleen de macht van de aandeelhouder beperken. Of is er toch louter sprake van een misplaatst Oranjegevoel?

LITERATUUR

- Addison, J.T. (2009) *The economics of codetermination: lessons from the German experience*. New York: Palgrave Macmillan.
- Bos, W. (2007) De uitverkoop van Nederland is een mythe: bied liever jonge bedrijven de ruimte in plaats van oude te beschermen. *NRC Handelsblad*, 6 september.
- Fauver, L. en M.E. Fuerst (2006) Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 673–710.
- Financial Times (2009) Welch condemns share price focus. *Financial Times*, 12 maart.
- Kleinknecht, R.H. (2015) Employee participation in corporate governance: implications for company resilience. *European Journal of Industrial Relations*, 21(1), 57–72.
- Manen, J.A. van (2000) De werknemerscommissaris. *ESB*, 85(4256), 413–416.
- Tweede Kamer (2017) *Overnames van bedrijven*. Kamerbrief, AEP / 17065616.

ROBERT KLEINKNECHT

Vak- en eindredacteur

