

# Nieuwe doelstelling bedrijven zorgt voor nieuwe problemen

**D**e roep om een herformulering van de ondernemingsdoelstelling klinkt steeds luider, zowel in de Verenigde Staten als elders. Zo kondigden de CEO's van de grootste Amerikaanse ondernemingen in 2019 in een verklaring van de Business Roundtable aan dat zij, naast de belangen van aandeelhouders, ook de belangen van andere stakeholders (zoals consumenten, leveranciers, werknemers en de samenleving) centraal zullen gaan stellen. Het vervangen van het primaat van de aandeelhouder zou ertoe moeten leiden dat ondernemingen zich verantwoordelijker gedragen, en zich ook meer gaan richten op de lange termijn.

Er is sindsdien echter weinig concrete invulling gegeven aan dit stakeholdermodel, en dat is bij nader inzien niet verrassend. Een fundamenteel probleem met betrekking tot de alternatieve doelstelling van *stakeholder value*-maximalisatie is dat de uiteenlopende belangen van verschillende stakeholders moeilijk tegen elkaar kunnen worden afgewogen. De belangen van consumenten, werknemers, leveranciers en de samenleving zijn niet eenvoudig meetbaar en staan vaak lijnrecht tegenover elkaar. Welke stakeholder krijgt dan de prioriteit en waarvan is dit afhankelijk? Bovendien heeft ook het bestuur een eigen belang, dat weer strijdig kan zijn met de belangen van stakeholders.

Onduidelijkheid over het uiteindelijke doel van de onderneming maakt het haast onmogelijk om bestuurders verantwoordelijk te houden voor de resultaten van de onderneming, en leidt tot een gebrek aan *accountability* en tot *decision paralysis*. Dit maakt het vastleggen van verantwoordelijkheid van de bestuurders in de wet – zoals 25 hoogleraren ondernemingsrecht vorig jaar voorstelden (Winter et al., 2020) – ook weinig productief.

Het is bovendien kortzichtig om de pijlen te richten op aandeelhouderswaarde als probleem. Aandeelhouderswaarde is per definitie een langetermijnmaatstaf, precies wat er nodig is. En het streven naar maximalisatie van de aandeelhouderswaarde – onder interne (zelf-opgelegde) of externe beperkingen (opgelegd door de overheid of de markt) – hoeft helemaal niet strijdig te zijn met de belangen van andere stakeholders. Zo zullen ondernemingen die hun consumenten een goed product aanbieden tegen een redelijke prijs en investeren in hun werknemers en relaties met leveranciers, kunnen rekenen op meer loyaliteit van deze stakeholders op langere termijn. Ook kan verantwoord gedrag wat betreft het milieu en de samenleving worden beloond met nieuwe klanten, meer interesse van investeerders, een betere reputatie en een lager risico voor calamiteiten. Dit resulteert uiteindelijk in hogere cashflows en lagere kosten voor het aantrekken van vermogen, en daarmee in meer aandeelhouderswaarde.

Juist dergelijke financiële prikkels (en de hieruit voortvloeiende marktdiscipline) kunnen ondernemingen aansporen tot verantwoord gedrag, en onverantwoord gedrag ontmoedigen. Dit mechanisme



**ANJOLEIN SCHMEITS**

Hoogleraar aan de Stern School of Business en de School of Law van New York University

vereist wel een duidelijke vertaalslag van ondernemingsbeslissingen naar de waarde van de onderneming in de financiële markt, en dat gaat wel eens mis. Veelal probeert het bestuur van ondernemingen met kortetermijnacties kunstmatig signalen af te geven dat het zelf goed presteert.

Wat nodig is, is werkelijke *accountability* over de langetermijnaandeelhouderswaarde. Waar staat de onderneming voor, en hoe wordt daarop gestuurd? Dat is wat aandeelhouders willen weten. Het risico is dat dit ondersneeuwt door het toegenomen *short-termism* oftewel kortetermijndenken in de financiële markten, als gevolg van de steeds kortere beslissingshorizon van beleggers en de opkomst van flitskapitaal.

Het tegengaan van *short-termism* vereist dat het bestuur niet alleen rapporteert over de prestaties op de korte termijn (geen verspilling), maar

het ook mogelijk maakt zich te laten afrekenen op echte waardecreatie door consequent te rapporteren op basis van indicatoren die het fundament vormen onder de aandeelhouderswaardecreatie. Natuurlijk helpt het als een aantal 'verlichte' aandeelhouders het bestuur hierbij gaat ondersteunen. Een nuttige ontwikkeling hierbij is de oprichting van een nieuw beleggingsfonds door Blackrock dat voor onbepaalde tijd in ondernemingen investeert, en dus nadrukkelijk het bestuur uitdaagt om voor de langere termijn te kiezen.

Daarnaast kan de *accountability* vergroot worden door meer *disclosure* over hoe ondernemingen met hun stakeholders omgaan. En ook de snel groeiende ESG-branche, die zich richt op het meten van de *environmental, social* en *governance*-impact van ondernemingen kan de informatieasymmetrie verkleinen. Professionele beleggers hanteren ESG-criteria inmiddels in toenemende mate bij hun investeringsbeslissingen, en ook Moody's neemt ze mee in het creditratingproces. Maar ook andere stakeholders kunnen bij meer transparantie beslissen met welke ondernemingen ze geassocieerd willen worden op basis van hun maatschappelijk gedrag. Dit kan de marktdiscipline versterken.

Van meer inzicht in de langetermijnaandeelhouderswaarde en de interacties van het bestuur met stakeholders is uiteindelijk meer te verwachten dan van het aannemen van een nieuwe ondernemingsdoelstelling zonder *accountability* voor het ondernemingsbestuur. Het loslaten van het primaat van de aandeelhouder en de in *corporate finance* centrale doelstelling van de maximalisatie van aandeelhouderswaarde lijkt daarom voorbarig, en is niet de beste manier om ondernemingen aan te sporen zich te gedragen als *good corporate citizens*.

## Literatuur

Winter, J.S. Hijink, M. de Jongh et al. (2020) Maatschappelijk verantwoord besturen en toezichthouden, dat is het nieuwe normaal. *Het Financieel Dagblad*, 23 mei.