



De macht in de onderneming

**ABE DE JONG, AILSA RÖELL, GERARDA WESTERHUIS,
ARNOUD BOOT, EELKE HEEMSKERK, PIETER-JAN BEZEMER,
HENK VOLBERDA, FRANS VAN DEN BOSCH, JAN-WILLEM STOELHORST,
BEN DANKBAAR, HANS SCHENK EN JAAP WINTER**

DAARNAAST BIJDRAGEN VAN

**RIENTS GALEMA, DIRK GERRITSEN, DAVID COLANDER, ZOHREH EMAMI,
ROMY BES, KIM VAN ERP, JUDITH DE JONG EN WILLEM BOKKES**



Wat wordt de toekomst van de Europese Unie?

Op 3 oktober vindt de tweede editie van Het Nationale Economendebat plaats. Het thema: De toekomst van de Europese Unie. Ga in debat met topeconomen over o.a. arbeidsmigratie binnen de EU, marktbescherming en de kapitaalmarktunie. Wat moet de koers van de EU worden? Deel nu alvast uw mening en vul de poll in op fd.nl/economendebat

Een initiatief van: _____



BNP PARIBAS

Inhoud

DIT IS HET EERSTE DEEL
VAN EEN TWEDELIJGE
ZOMERSERIE OVER
ONDERNEMINGSBESTUUR

Agenda & Personalia 307

Uitgelicht 308

De macht in de onderneming

Inleiding: Wie a zegt moet ook b zeggen

ROBERT KLEINKNECHT

310

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

Langetermijnoriëntatie en de opkomst van passieve investeerders

EELKE HEEMSKERK

320

Focus op aandeelhouder veelal slecht voor de financiële prestaties

PIETER-JAN BEZEMER, HENK VOLEBRDA 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

De reactie van de beurs op de publicatie van niet-openbare shortposities

RIENTS GALEMA EN DIRK GERRITSEN

336

Uit het veld: Aandacht voor de reële economie in het economieonderwijs

DAVID COLANDER, ZOHREH EMAMI

340

Statistiek

344

De bereidheid om meer premie te betalen voor een lager eigen risico

ROMY BES, KIM VAN ERP EN JUDITH DE JONG

346

Ongelijkheid in kosten-batenanalyses

WILLEM BOKKES

349

Ceteris paribus

352



Lees de vernieuwde ESB.nu 4 weken gratis



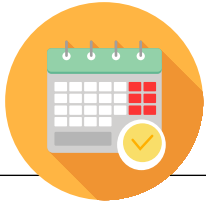
Inzichten van
toeconomen
gebaseerd
op onderzoek

- ✓ VERBETERDE LEZERSERVARING
- ✓ BESCHIKBAAR OP ALLE DEVICES
- ✓ DAGELIJKE RELEVANTE UPDATES



**GA NAAR ESB.NU EN
PROBEER 4 WEKEN GRATIS**



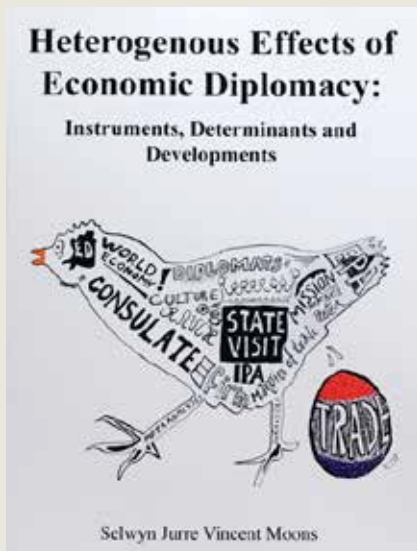


Agenda & Personalia

Voor meer informatie en een volledig overzicht van de Nederlandse economische agenda kunt u terecht op www.esb.nu/agenda

Promotiebespreking

Economische diplomatie is niet alleen een zaak van de overheid: ook ngo's en ondernemingen trachten andere landen te beïnvloeden om handel- en investeringsstromen kwantitatief en kwalitatief te stimuleren. Economische diplomatie wordt door het groeiende belang van opkomende markten steeds belangrijker en krijgt met name sinds het nieuwe millennium ook steeds meer aandacht in de economische wetenschap. Mijn proefschrift sluit bij deze trend aan en onderzoekt de grote diversiteit aan effecten van economische diplomatie. Hoe komt het dat landen zo verschillend zijn in hun inzet en resultaat als het om economische diplomatie gaat? Een mogelijke verklaring is dat economische diplomatie in ontwikkelde landen een andere rol speelt dan in ontwikkelingslanden, omdat de manier van zakendoen of de kwaliteit van aangeboden producten verschilt.



Bij het onderzoek naar de diversiteit qua effecten van economische diplomatie is onderscheid gemaakt tussen verschillende instrumenten die in de bilaterale economische relatie worden ingezet: ambassades, consulaten, export- en investeringspromotieagentschappen, handelsmissies



14 juli:
Selwyn Moons
(ISS) – *Heterogeneous effects of economic diplomacy: instruments, determinants and developments*

en staatsbezoeken. Uit een meta-analyse van studies gepubliceerd in de jaren 1985–2012 blijkt dat het gemiddelde effect van de inzet van deze instrumenten op bilaterale handel en investeringsstromen significant positief is. Het diplomatieke netwerk heeft een bovengemiddeld positief effect in vergelijking met de andere genoemde instrumenten die voor economische diplomatie worden ingezet.

Tevens toont het proefschrift voor een grote groep landen aan dat het verschil in de waargenomen effecten van economische diplomatie samenhangt met het soort product dat verhandeld wordt. Door goederen die op internationale beurzen verhandelbaar zijn te vergelijken met goederen die daarvoor te complex zijn, toon ik aan dat economische diplomatie vooral effect heeft voor goederen waarvoor een handelsplatform geen optie is. Hierbij is onderscheid gemaakt tussen de fase van toetreding tot een nieuwe markt en het volume van verhandelde goederen op markten waarmee al een handelsrelatie bestaat. De resultaten laten zien dat de inzet van economische diplomatie voor goederen die niet via beurzen verhandeld worden, zowel leidt tot een ruime verdubbeling van de kans op toetreding tot nieuwe buitenlandse markten als tot een significante toename van het verhandelde volume.

Mijn proefschrift onderzoekt voor het eerst met behulp van kwantitatieve analyse het

effect van economische diplomatie op bilaterale investeringen en toont een toename van de bilaterale investeringsstanden tussen de vier en zeven procent. Dit effect wordt met name waargenomen voor investeringen tussen continenten en is waarschijnlijk gerelateerd aan de relatief grote culturele verschillen waarmee investeerders in die situatie geconfronteerd worden. Deze verschillen kunnen overbrugd worden door de inzet van diplomatie. De resultaten van het proefschrift duiden erop dat economische diplomatie het beste kan worden ingezet voor complexe internationale transacties. Die complexiteit kan schuilen in het verhandelde product of in de noodzaak om culturele verschillen te slechten. In deze omstandigheden, zo blijkt uit dit proefschrift, zal economische diplomatie het grootste handels- en investeringsbevorderende effect sorteren.

Promoties

ISS

Selwyn Moons – *Heterogeneous effects of economic diplomacy: instruments, determinants and developments*, 14 juli.

Tilburg University

Mancy Luo – *Essays on institutional investors*, 14 juli.



Benoemingen

Per 1 juli start **Daniël Waagmeester** als directeur Arbeidsmarkt en Sociaal Economische Aangelegenheden (ASEA) bij het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.



Uitgelicht

Afschrikwekkend afval

Niemand houdt van afval op straat, maar toch dumpen mensen vaak vuilnis naast een afvalcontainer in plaats van erin. Dur en Vollaard onderzoeken een relatief goedkope manier om dit probleem te bestrijden: op 56 plaatsen in Heerlen zijn er opvallende stickers geplakt op gedumpt vuilnis met de boodschap dat er op het dumpen van vuilnis een boete van minimaal negentig euro op staat. Dit blijkt het gedumpte afval bij verzamelcontainers wel te verminderen, maar bij glas- en papiercontainers niet. Dit komt mogelijk doordat deze laatste containers gemiddeld verder van huizen afstaan waardoor de stickers minder opvallen.

Dur, R. en B. Vollaard (2017) *Saliency of law enforcement: a field experiment*. CESifo Working Paper, 6499.



Monetaire verkrapting

Vroeg of laat zal het onconventionele monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) afgebouwd worden. Terwijl dit beleid volgens het Centraal Planbureau (CPB) een positief effect heeft gehad op de Europese groei en inflatie, en een negatief effect op de rente, zal de afbouw ervan tegenovergestelde effecten hebben. Landen met een gezond bankwezen hebben het meest geprofiteerd van het ECB-beleid en zullen de afbouw ook het meeste voelen. De effecten voor de Nederlandse groei zullen echter beperkt zijn, zo verwacht het CPB. Voor pensioenfondsen en verzekeraars zal de hogere rente per saldo positief uitpakken, voor schuldenaars niet.

Elbourne, A. en B. Smid (2017) *Onderweg naar normaal monetair beleid*. CPB Policy Brief, 2017/07.

Ongezonde crisis

Dat de kredietcrisis in de portemonnee wordt gevoeld, is duidelijk, maar had zij ook gevolgen voor onze gezondheid? Wang et al. analyseren de data over de periode 2003-2013, afkomstig van een longitudinale enquête, waarin Amerikanen gevraagd wordt naar hun gezondheid. Ze vinden dat een toename van één procentpunt in de werkloosheidsgraad leidt tot een toename van 7,8 tot 8,8 procent in aangegeven gezondheidsklachten. Dit effect is met name sterk bij de blanke bevolking, lageropgeleiden, vrouwen, en personen die jonger dan 55 jaar zijn.

Wang, C., H. Wang en T. Halliday (2017) *Health and health inequality during the Great Recession: evidence from the PSID*. IZA Discussion Paper, 10808.

Dodelijke groei

Dat een economische recessie gepaard gaat met gezondheidsklachten is wellicht niet zo verrassend, maar hoe zit het tijdens periodes van hoogconjunctuur? Van den Berg et al. onderzoeken de gezondheidseffecten van economische groei aan de hand van data voor Zweedse mannen van 20 tot 64 jaar voor de periode van 1993-2007. Ze concluderen dat het sterftecijfer procyclisch is. Dit komt mogelijk doordat risicovol gedrag, zoals roken en *binge drinking*, toeneemt tijdens een periode van hoogconjunctuur.

Berg, G. van den, U. Gerdtham, S. von Hinke et al. (2017) *Mortality and the business cycle: evidence from individual and aggregated data*. IZA Discussion Paper, 10809.



Bitcoin

Sinds de introductie van de bitcoin in 2009 is de populariteit ervan snel gestegen, maar ook onder koersmanipulators werd de munt populair. Gandal et al. identificeren en analyseren twee periodes van verdachte handelsactiviteit waarin er voor bijna 200 miljoen dollar aan bitcoins verkregen werd zonder ervoor te betalen, wellicht mogelijk gemaakt door hacking. Tijdens deze periode steeg de koers van de bitcoin op dagen met verdachte

Opkomende middenklasse

De laatste tijd zien we dat de inkomensongelijkheid daalt in Latijns-Amerika. Bussolo et al. onderzoeken op basis van huishouddata voor de periode 2005-2030 of het stijgende aanbod van geschoolde arbeidskrachten invloed heeft op deze ontwikkeling. Goed opgeleide werknemers worden relatief goedkoper doordat het aanbod van deze krachten sneller toeneemt dan de vraag. Dit

12,1% van de Nederlandse elektriciteitsproductie in het afgelopen jaar is duurzaam geproduceerd. Dat is 14,4 procent meer dan een jaar eerder (Bron: CBS).



Manipulatie

handel met twintig dollar per dag, terwijl de koers licht daalde op dagen zonder verdachte handel. Volgens de onderzoekers valt de gigantische toename in de koers van 150 dollar naar maar liefst 1.000 dollar in twee maanden tijd eind 2013 volledig toe te schrijven aan deze verdachte handelaars.

Gandal, N., J.T. Hamrick, T. Moore en T. Oberman (2017) *Price manipulation in the bitcoin ecosystem*. CEPR Discussion Paper, 12061.

leidt niet alleen tot minder ongelijkheid, maar ook tot de verwachting dat rond 2030 43 procent van de bevolking in Latijns-Amerika tot de middenklasse zal behoren; dit is twee keer zoveel als in 2005.

Bussolo, M., M. Maliszewska en E. Murard (2017) *The long-awaited rise of the middle class in Latin America is finally happening*. Worldbank Policy Research Working Paper, WPS6912.

Britse blaren

In juni 2016 stemden de Britten voor een vertrek uit de Europese Unie: welk effect had dit op het bedrijfsleven? Davies en Studnicka analyseren de waardering van Britse bedrijven op de beurs en vinden dat, terwijl de prijs van de meeste bedrijven daalde, er ook verschillen zijn: bedrijven waarvoor Europese landen een belangrijke rol spelen in de waardeketen komen er relatief slecht van af. Bedrijven die weinig tussenproducten hoeven te importeren komen er beter van af met dank aan een depreciërend pond.

Davies, R. en Z. Studnicka (2017) *The heterogeneous impact of Brexit: early indications from the FTSE*. CESifo Working Paper, 6478.

Egoïstische Europeanen

Welk effect heeft migratie op de mening van Europeanen over sociale herverdeling en het migratiebeleid? Murard onderzoekt dit aan de hand van data van het Europees Sociaal Onderzoek voor de periode 2002–2012. Hij concludeert dat de houding van de Europeanen sterk afhangt van hoe ze denken dat de migranten de nettolonen en sociale voorzieningen beïnvloeden: als immigranten met de lokale bevolking om dezelfde banen strijden, heeft de lokale bevolking liever meer sociale voorzieningen en een strenger immigratiebeleid.

Murard, E. (2017) *Less welfare or fewer foreigners? Immigrant inflows and public opinion towards redistribution and migration policy*. IZA Discussion Paper, 10805.

Platina status

Is een creditcard een handig betaalmiddel of toch vooral een statusproduct? Bursztyn et al. zoeken het uit aan de hand van een veldexperiment. Zij werken samen met een grote Indonesische bank die Platinum creditcards met een grote bekendheid in het land verkoopt. De onderzoekers bieden een controlegroep van klanten een creditcard aan met exact dezelfde voordelen en diensten. De vraag naar de Platinum creditcard is veel groter, wat suggereert dat er vooral vraag is naar de sociale status die met deze kaart geassocieerd wordt. Ook blijkt uit de transactiedata dat de Platinum creditcard voornamelijk gebruikt wordt in sociale situaties, wat suggereert dat gebruikers er vooral mee gezien willen worden.

Bursztyn, L., B. Ferman, S. Fiorin et al. (2017) *Status goods: experimental evidence from Platinum credit cards*. NBER Working Paper, w23414.



Productieve investeringen

Lonen publieke investeringen in onderzoek en ontwikkeling? Soete et al. zoeken het uit aan de hand van Nederlandse data over de periode 1968–2014. Aan de hand van modelsimulaties vinden ze dat extra publieke investeringen in onderzoek en ontwikkeling een positief effect hebben op de totale factorproductiviteit en daarmee op het bruto binnenlands product. Als de totale investeringen in Nederlands voor onderzoek en ontwikkeling vanaf nu jaarlijks met 0,25 procent zouden toenemen, zou het Nederlandse bruto binnenlands product in 2040 maar liefst 28 procent hoger zal uitvallen, schatten de onderzoekers. Dit komt neer op een intern rendement van 77 procent.

Soete, L., B. Verspagen en T. Ziesemer (2017) *The productivity effect of public R&D in the Netherlands*. UNU-MERIT Working Paper, 2017-021.

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



De rol van aandeelhouders in historisch perspectief

In de vorig jaar herziene corporate-governance-code staat de aandacht voor stakeholders en langetermijnwaardecreatie centraal. Verder pleitte minister Kamp recent voor een wettelijke bedenktijd van een jaar bij vijandige overnames. Dit roept herinneringen op aan het verleden, waarin beschermingsconstructies de macht van aandeelhouders in Nederlandse ondernemingen inperkten.

ABE DE JONG

Hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en aan de Rijksuniversiteit Groningen

AILSARÖELL

Hoogleraar aan Columbia University

GERARDA

WESTERHUIS

Universitair docent aan de Universiteit Utrecht

Waanneer een onderneming aan de beurs wordt genoteerd, worden de aandelen vrij verhandelbaar en kan iedere investeerder besluiten aandeelhouder te worden. Dit aandeelhouderschap geeft recht op informatie over de onderneming, op het bijwonen van aandeelhoudersvergaderingen, stemrecht over de koers van de onderneming en dividend. Dit is althans zoals we nu tegen de rol van aandeelhouders aankijken; historisch onderzoek laat zien dat de praktijk vaak weerbarstiger is. Sinds de negentiende eeuw is in Nederland de rol van aandeelhouders in het bestuur van ondernemingen en het toezicht daarop meerdere keren veranderd.

OPRICHTERS

De industriële ontwikkeling in Nederland kwam later op gang dan in onze buurlanden, maar aan het einde van de negentiende eeuw had Nederland een aantal snelgroeiende industriële ondernemingen, waaronder de latere multinationals Philips, AKZO, Unilever en Shell (Westerhuis en De Jong, 2014).

De aandeelhouders van de meeste beursondernemingen bestonden vaak voornamelijk uit de oprichters, naaste familie en andere betrokkenen, zoals afnemers en leveranciers, terwijl andere belanghebbenden zoals werknemers en banken geen rol van betekenis speelden in dit liberale tijdperk. Ook de controle over ondernemingen was voornamelijk in handen van deze kleine groep *insiders* die dicht bij het bestuur stonden. De aandeelhouders die

niet tot de *insiders* behoorden, ontvingen weinig informatie, mede omdat er geen regels waren voor jaarverslaggeving. De ondernemingen groeiden met name door winst in te houden, omdat het aantrekken van buitenstaanders als nieuwe financiers moeilijk en soms ongewenst was. Aandeelhouders ontvingen wel regelmatig dividenden, waarvan de omvang ten opzichte van de winst in de statuten was vastgelegd (Westerhuis en De Jong, 2014).

Bij veel ondernemingen werden er prioriteitsaandelen gecreëerd waarmee *insiders*, in plaats van de gewone aandeelhouders, het recht hadden om bestuurders en commissarissen te benoemen. Daarnaast was uit het Franse recht een 'gelijkheidsprincipe' overgenomen, waardoor iedere aandeelhouder wettelijk beperkt was tot het uitbrengen van maximaal zes stemmen. Door deze prioriteitsaandelen en de stemrechtbeperking hadden bestuurders weinig te duchten van opdringerige *outside*-aandeelhouders. Uit onze studie naar een aantal aandeelhoudersvergaderingen blijkt dat de opkomst bij de vergaderingen heel laag was en dat de notulen een formele afwikkeling van de agenda toonden, zonder inhoudelijke discussie (De Jong et al., 2014). De meest gestelde vraag betrof meer financiële informatie of een hoger dividend.

NATIONALISME

Na de Eerste Wereldoorlog tot aan de crisis in de jaren dertig groeide de Nederlandse economie snel. Familie-ondernemingen waren nog steeds belangrijk, en in Indonesië werden veel ondernemingen opgericht die een beursnotering in Nederland kregen.

In 1929 komt er nieuwe wetgeving voor bedrijven die een flinke stap zet richting de wensen van aandeelhouders. Bedrijven moeten aandeelhouders beter informeren. Tevens wordt de stemrechtbeperking van zes stemmen afgeschaft. Het lijkt erop dat aandeelhouders een sterkere positie krijgen en in deze jaren gaan meer aandeelhouders naar de jaarlijkse vergadering (De Jong et al., 2014).

Gelijktijdig vormt de angst voor buitenlandse invloed op ondernemingen, waarvan al tijdens de Eerste Wereldoorlog sprake was, echter een rechtvaardiging, aangemoedigd door de overheid, voor de introductie van zogenaamde

oligarchische clausules, die de macht in de onderneming beperken tot het bestuur en een aantal specifieke aandeelhouders. In deze periode introduceren een aantal ondernemingen de certificering. Al meer dan een eeuw werden kleinere certificaten van aandelen, die vaak uit grote coupures bestonden, door administratiekantoren uitgegeven om liquiditeit te bevorderen: certificaathouders konden dan tegen een kleine vergoeding de onderliggende aandelen opvragen. Vanaf de jaren dertig echter gebruiken ondernemingen deze certificering om zichzelf tegen invloeden van buitenaf te beschermen. Ze doen dit door niet-royeerbare certificaten uit te geven, die niet kunnen worden omgezet en geen stemrecht hebben. Een andere constructie die in deze jaren populairder wordt, is de 'Nationaal' (of gemeenschappelijke bezitsconstructie): een piramidestructuur, waarbij de onderneming in een holding wordt ondergebracht zodat een als vijandig bestempelde Nederlandse of buitenlandse aandeelhouder geen zeggenschap heeft over de activa.

NAOORLOGSE GROEI

In de naoorlogse jaren tot aan de crises in de jaren zeventig groeit de Nederlandse economie snel, mede vanwege de beperkte loongroei. Ook ondernemingen groeien. Om deze groei te financieren zoeken meer ondernemingen, waaronder familieondernemingen, een notering aan de Amsterdamse beurs. Tegelijkertijd verandert het karakter van de economie door een toegenomen coördinatie tussen overheid, ondernemingen en werknemers, waarbij gestreefd wordt naar zo veel mogelijk consensus tussen de partijen (het poldermodel). Terwijl de betrokkenheid van aandeelhouders bij het ondernemingsbestuur afneemt, neemt de invloed van werknemers toe.

Afstandelijke beleggers

Mede vanwege de groei van ondernemingen raakt het bezit meer wijdverspreid, terwijl het management een taak van professionals wordt. Als gevolg hiervan wordt de scheiding tussen leiding en eigendom in ondernemingen sterker. Waar Nederlandse ondernemingen voorheen vaak weinig, maar sterk betrokken aandeelhouders hadden, verandert dit naar een groter aantal afstandelijke beleggers. Het is tekenend voor de tijdgeest dat in 1957 de Vereniging voor Effectenbescherming (een voorganger van de huidige Vereniging van Effectenbezitters) als vereniging voor bescherming van de belangen van aandeelhouders start met de publicatie van het tijdschrift *Beleggers Belangen*.

Het karakter van de aandeelhoudersvergadering verandert, doordat meer particuliere beleggers de vergaderingen bezoeken, bijvoorbeeld om vragen te stellen over dividenden en de jaarrekening. Over het algemeen leiden de discussies niet tot serieuze maatregelen. Zo onderzochten wij meer dan driehonderd vergaderingen in 1966 en vonden we slechts één voorstel van het bestuur dat niet wordt aangenomen en één onderneming waar geen decharge wordt verleend (De Jong et al., 2014). Al in 1966 zijn er ook actieve aandeelhouders. Mr. W.C. Posthumus Meyjes van de Vereniging voor Effectenbescherming is bijvoorbeeld bij veel vergaderingen aanwezig. Hij is de auteur van een kleine gids (Posthumus Meyjes, 1960) waarin hij de goede raad geeft: omdat aandeelhouders de eigenaren zijn zouden

ondernemingen hen als gasten moeten verwelkomen, en er bijvoorbeeld voor moeten zorgen dat sigaretten en sigaren niet alleen op de tafel voor het bestuur en de commissarissen staan. Dit is duidelijk niet de praktijk, want Posthumus Meyjes ergert zich aan ondernemingen waar de vergadering als noodzakelijk kwaad wordt gezien, maar is ook van mening dat aandeelhouders die zich tegen het bestuur verzetten zich bewust moeten zijn van hun verantwoordelijkheid ten opzichte van de vennootschap.

Beschermingsconstructies

In de naoorlogse decennia blijft de invloed van aandeelhouders beperkt door de oligarchische constructies, waaraan in januari 1969 door Rijn-Schelde NV nog een nieuwe constructie wordt toegevoegd, namelijk beschermingspreferente aandelen (Voogd, 1988). Er wordt nu ook over bescherming in plaats van oligarchie gesproken. De preferente aandelen verschillen van de andere constructies, omdat alleen bij een dreigende vijandige overname het instrument wordt ingezet. Binnen enkele jaren heeft een meerderheid van de Nederlandse ondernemingen preferente aandelen, vaak naast bestaande constructies. De legitimiteit van de bescherming was vergelijkbaar met die in de jaren twintig: bescherming tegen afwezigheid van aandeelhouders op de aandeelhoudersvergaderingen en nationalistische motieven, in het bijzonder bescherming tegen vijandige buitenlandse overnames.

De beperkte invloed van aandeelhouders blijkt ook uit de uitspraak van de Hoge Raad in 1949 in de zaak van de Doetinchemse IJzergieterij, waarin het idee van de aandeelhoudersvergadering als hoogste orgaan in een vennootschap werd afgewezen. Hierdoor kreeg de raad van commissarissen, in plaats van de aandeelhouders, de mogelijkheid een emissie van aandelen goed te keuren. In 1955 bevestigde de Hoge Raad dit inzicht nog eens in de zaak van de Forumbank, over een aandeleninkoop.

Structuurregime

Daarnaast groeide in de loop van de jaren zestig het idee dat werknemers een grotere rol in vennootschappen zouden moeten krijgen. Discussies hierover werden geconsolideerd met de introductie van het *structuurregime* in 1971. Dit kan gezien worden als het hoogtepunt van de naoorlogse gecoördineerde markteconomie. Het regime verplichtte grote ondernemingen om een raad van commissarissen te hebben die zowel de bestuurders als zichzelf benoemt en die de jaarrekening moet goedkeuren. Aan de werknemers werd, naast de aandeelhouders, invloed toegekend op de samenstelling van de raad van commissarissen. Zowel de ondernemingsraad als de Algemene vergadering van Aandeelhouders kon aanbevelingen doen en had het recht om een veto uit te spreken tegen een nominatie. Doordat belangrijke rechten van aandeelhouders naar de raad van commissarissen verschoven, werd de invloed van aandeelhouders beperkt. De commissarissen kregen de opdracht mee om het vennootschappelijke belang, en dus alle belanghebbenden en niet alleen de aandeelhouders, te dienen. Naast de structuurregeling werd in 1971 ook de Ondernemingskamer opgericht en een flinke slag gemaakt met het verbeteren van de financiële verslaggeving.

AANDEELHOUDERSWAARDE

Aan het einde van de jaren tachtig groeide de Nederlandse economie sterk en was Nederland de thuisbasis van een aantal multinationals, terwijl er ook nieuwe ondernemingen werden opgericht, met name in de informatietechnologie en telecommunicatie. Door de ontwikkelingen in de jaren zestig en zeventig waren de bestuurders van de Nederlandse ondernemingen erg machtig geworden. Zij vormden hechte netwerken en vervulden een cruciale rol tussen de werknemers, financiers en andere stakeholders.

Discussie over beschermingsconstructies

Begin jaren tachtig stelden een aantal aandeelhouders echter de competenties van deze topmanagers ter discussie, mede vanwege een aantal faillissementen van grote conglomeraten. Buiten Nederland was in de tussentijd de rol van aandeelhouders belangrijker geworden, onder andere door de opkomst van meer actieve institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsfondsen. Ook sijpelden er uit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk ideeën door over het streven naar maximalisatie van aandeelhouderswaarde. Deze ideeën waren welkom bij investeerders, maar ook managers stonden open voor deze inzichten – zeker toen door middel van optiecontracten de beloningen van het management aan stijgende aandeelhouderswaarde werden verbonden (De Jong et al., 2010).

In deze periode gebruiken internationale beleggers de term *Dutch discount* voor de korting op Nederlandse aandelen als gevolg van de in hun ogen overmatige bescherming. Omdat in Nederland de beschermingsconstructies sterk uit de pas lopen met internationale praktijken initieert de Amsterdamse beurs in haar jaarverslag van 1985 een discussie over de rol en rechten van aandeelhouders. In 1988 rapporteert de commissie-Van der Grinten de bevindingen, waarna pas in 1992 een compromis tussen de beurs en beursfondsen wordt bereikt over het beperken van beschermingsconstructies.

Grotere rol aandeelhouders

Vanaf de jaren negentig verandert het aandelenbezit aan de Nederlands beurs, niet doordat er minder grootaandeelhouders actief zijn, maar vooral door internationalisering van de aandelen. Tegelijk veranderen de grote Nederlandse institutionele beleggers hun beleid naar meer internationaal gespreide portefeuilles. Door deze verandering in de aandeelhoudersstructuur werden de besturen van Nederlandse ondernemingen onder druk gezet om zich meer te richten naar het belang van de aandeelhouder. In 1996 werd onder de noemer *corporate governance* een commissie samengesteld om de discussie over ondernemingsbestuur en toezicht te kanaliseren. Deze commissie-Peters probeerde in veertig aanbevelingen de positie van de financiers en bestuurders in een nieuwe balans te brengen via zelfregulering. Echter, in 2002 concludeerde de minister van Financiën dat er meer bewustzijn was ontstaan, maar weinig vooruitgang was geboekt. Het gevoel van urgentie leek te verdwijnen. Toen in februari 2003 echter het Ahold-concern in zwaar weer kwam door slecht bestuur, kreeg Morris Tabaksblat als voorzitter van een nieuwe commissie het mandaat om verdergaande hervormingen naar internationale maatsta-

Percentage beursgenoteerde niet-financiële vennootschappen met beschermingsconstructies

TABEL 1

	1992	2004
Prioriteitsaandelen	42	31
Preferente aandelen	64	59
Certificaten	39	18
Piramide	13	9

Bron: Van der Elst et al. (2008)

ven uit te werken. Zijn commissie vertegenwoordigde een brede groep betrokkenen en stelde een code voor waarin aandeelhouders een meer belangrijke rol kregen, waarover ondernemingen verplicht moesten rapporteren in hun jaarverslagen om eventuele afwijkingen uit te leggen.

Sinds de eeuwwisseling is het krachten spel tussen bestuur en aandeelhouders sterk veranderd. Zo hebben de grotere Nederlandse ondernemingen een groot aantal buitenlandse institutionele investeerders als aandeelhouder, die ieder een relatief klein belang hebben. Deze investeerders zijn geen actieve participanten in aandeelhoudersvergaderingen, maar stemmen wel. Zij maken gebruik van adviesbureaus voor het uitbrengen van hun stem, voor de logistiek van het stemmen, maar vooral voor inhoudelijk advies. Hierdoor is er een scheiding ontstaan tussen de beleggingsstrategie van instituten, die vooral gericht is op het behoud van liquiditeit, en het toezicht op de ondernemingsstrategie van het bestuur. Deze scheiding bemoeilijkt een dialoog tussen aandeelhouders en besturen. Daarnaast hebben nieuwe aandeelhouders, zoals hedgefondsen en private-equityfondsen zich gemeld. De eerstgenoemde partijen kopen kleine belangen en proberen ondernemingen besluiten te laten nemen die de aandelenkoers verhogen. Private-equityspelers hebben een aantal beursondernemingen opgekocht en geherstructureerd, vaak met gebruik van geleend geld, met veel maatschappelijke onrust tot gevolg.

Afbouw beschermingsconstructies

Tegelijk met de veranderende aandeelhouderstructuren, zijn in het begin van de 21e eeuw de beschermingsconstructies deels afgebouwd (tabel 1). Ook vond er in diezelfde periode geen enkele beursintroduktie met certificatie plaats. De combinatie van actievere aandeelhouders met minder bescherming heeft de positie van bestuurders flink onder druk gezet. In 2004 werd het structuurregime herzien en kregen werknemers een grotere rol; dit was echter reden voor diverse ondernemingen met veel buitenlandse werknemers om gebruik te maken van hun vrijstelling en het regime af te schaffen.

Actieve aandeelhouders

De aandeelhoudersvergaderingen rond de eeuwwisseling kennen een hogere opkomst dan voorheen; meer dan dertig procent van de stemmen is gemiddeld vertegenwoordigd. Er is veel aandacht voor de vragen van verschil-

lende aandeelhouders en in het bijzonder de Vereniging van Effectenbezitters en Nederlandse institutionele beleggers zijn actief in discussies, vooral over managementbeloningen. Tegelijkertijd lijkt de vergadering echter een rituele dans waarin dezelfde vragen jaar na jaar terugkeren en bijna geen enkel voorstel niet wordt aangenomen. De actieve aandeelhouders zijn dan ook niet de vertegenwoordigers van een groot aandelenbezit; dat is in handen van buitenlandse beleggers die zich niet op de vergaderingen laten horen.

RECENTE ONTWIKKELINGEN

In de nasleep van de financiële crisis van 2007 lijken zich een aantal nieuwe ontwikkelingen af te tekenen. Zo is er in december 2016 een herziene governance-code gepubliceerd door de commissie-Van Maanen. In de tekst van deze code lijkt er sprake van een stap terug in de tijd: beursondernemingen worden beschouwd als een langetermijnsamenwerkingsverband van diverse stakeholders, waarbij bestuur en commissarissen de verantwoordelijkheid krijgen zich bij de belangenafwegingen te richten op de continuïteit van de onderneming en te streven naar waardecreatie op de lange termijn. De commissie legt wel het toezicht op de naleving van de code door bestuur en commissarissen bij de aandeelhoudersvergadering, maar ook echoot zij naar de aandeelhouders de woorden van Posthumus Meyjes uit de jaren zestig in het wijzen op hun verantwoordelijkheid.

Een tweede belangrijke ontwikkeling is dat de nationalistische gevoelens die in de jaren twintig en zeventig een belangrijke aanleiding waren voor beschermingsconstructies, ook nu weer een rol lijken te spelen. Zo pleit minister Kamp in een recente brief aan de Tweede Kamer (2017) bijvoorbeeld voor het invoeren van een wettelijke bedenktijd van een jaar bij overnames.

In de tussentijd is de wereld om Nederland heen echter veranderd en wordt in het buitenland met verwondering naar de stichtingen met preferente aandelen die Nederlandse bedrijven beschermen; een institutioneel overblijfsel uit de achttiende eeuw waar buitenlandse overnemers vaak voor moeten buigen. De poging van het Mexicaanse América Móvil KPN over te nemen in 2013, werd bijvoorbeeld door een dergelijke beschermingsstichting gefrustreerd.

Meer recent speelde de verwoede strijd tussen Akzo-Nobel en haar Amerikaanse concurrent PPG en in de tussentijd sloegen Unilever en PostNL vijandige aanbiedingen af. In alle gevallen weten de Nederlandse ondernemingen zich beschermd door een of meer typisch Nederlandse beschermingsconstructies. En deze constructies hebben minstens de impliciete goedkeuring van de Nederlandse politiek, aangezien ABN Amro met certificering naar de

beurs ging in 2015. Het Centraal Planbureau becijferde dat de korting door deze bescherming vijf tot tien procent zou bedragen (Tweede Kamer, 2015). Dit betekent dus dat de minister van Financiën, om de nationale belangen te kunnen waarborgen, akkoord ging met een 'Dutch discount'.

TOEKOMST

Bij de recente gevallen zijn het bestuur en de raad van commissarissen helder in hun afwijzingen, ondanks dat de aandeelhouders de geboden premies aantrekkelijk kunnen vinden. Onder verwijzing naar het langetermijnbelang van de vennootschap en van werknemers in het bijzonder lijken we weer in de jaren zeventig te zijn beland, maar met twee belangrijke verschillen. Ten eerste komt er vanuit de Europese Unie wetgeving over aandeelhoudersrechten die op gespannen voet staat met de Nederlandse ontwikkelingen (Westerhuis en De Jong, 2014). Ten tweede zijn de aandeelhouders van de Nederlandse ondernemingen nu grotendeels buitenlandse investeerders voor wie nationale sentimenten geen rol spelen. Een belangrijke vraag voor de toekomst is dan ook welke volgende beweging te verwachten valt. Is de huidige bescherming houdbaar en zullen buitenlandse investeerders een 'Dutch discount' voor lief nemen? Of zal de Nederlandse beursonderneming een beweging als in de jaren negentig maken in de richting van aandeelhoudersbelangen naar internationale maatstaven? Waar we in de afgelopen eeuw de slinger tussen liberalisme en coördinatie hebben zien zwaaien, lijkt de richting nu onduidelijk.

LITERATUUR

- Elst, C. van der, A. de Jong en T. Raaijmakers (2008) Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen. In: Sociaal-Economische Raad, *Evenwichtig ondernemingsbestuur: externe consultatie en (onderzoeks)rapportages*. Den Haag: SER.
- Jong, A. de, A. Röell en G. Westerhuis (2010) Changing national business systems: corporate governance and financing in the Netherlands, 1945–2005. *Business History Review*, 84(4), 773–798.
- Jong, A. de, A. Röell en G. Westerhuis (2014) The evolving role of shareholders in Dutch corporate governance. In: K. Sluyterman (red.), *Varieties of capitalism and business history: the Dutch case*. New York en Londen: Routledge, 50–77.
- Posthumus Meyjes, W.C. (1960) *Jaarvergadering en jaarverslag*. Laren: Andries Blitz.
- Tweede Kamer (2015) *Verkoop ABN Amro*. Kamerbrief, FIN/2015/227 U.
- Tweede Kamer (2017) *Overnames van bedrijven*. Kamerbrief, AEP/17065616.
- Voogd, R.P. (1989) *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*. Dissertatie, Katholieke Universiteit Nijmegen.
- Westerhuis, G. en A. de Jong (2014) *Over geld en macht. De financiering en corporate governance van het Nederlandse bedrijfsleven*. Amsterdam: Uitgeverij Boom.

In het kort

- ▶ Bestuurders hadden, mede dankzij beschermingsconstructies, altijd veel macht ten opzichte van aandeelhouders.
- ▶ Sinds de jaren negentig is er meer aandacht voor aandeelhouderswaarde en werden beschermingsconstructies afgebouwd.
- ▶ Recent neemt de aandacht voor bescherming van Nederlandse bedrijven echter weer toe.

Geen haast maar herbezinning in het corporategovernance-debat

De afgelopen decennia heeft de financiële dynamiek de overhand gekregen in het Nederlandse bedrijfsleven. De te sterke kortetermijn-oriëntatie van het management die daaruit volgt is de kern van het corporategovernance-debat. Wat kan daaraan gedaan worden?

ARNOUD BOOT
Hoogleraar aan de
Universiteit van Am-
sterdam en raadslid
van de WRR

In de afgelopen decennia is er bij beursgenoteerde bedrijven ontegenzeggelijk sprake van een verandering in managementoriëntatie op financiële markten en aandeelhouders (Bezemer et al., deze *ESB*). De 'metrics' van beleggers zijn in toenemende mate ook die van ondernemingen zelf geworden (Boot, 2010; WRR, 2016). Of het nu gaat om aandelenkoersen, het plezieren van beleggers met aandeleninkoopprogramma's of het afgeven van winstverwachtingen, het gedachtegoed van beleggers is nooit ver weg.

Deze ontwikkeling is onderdeel van een groeiende betekenis van de financiële economie. Financiële data, zoals aandelenkoersen en rentestanden, zijn 'harde' gegevens – ze suggereren meetbaarheid en zijn zichtbaar, en dat geeft ze een prominente rol. De toenemende beschikbaarheid van kapitaal is een andere manifestatie van de financiële economie (Rey, 2013). Zij kan ware zeepbellen veroorzaken als plotseling al het kapitaal dezelfde kant op stroomt, zie de dotcom-bubble van rond 2000 en de vastgoedzeepbellen in Spanje en Ierland een aantal jaren later. Het is deze ruime beschikbaarheid van kapitaal die ook grote invloed heeft op ondernemingen. Kapitaal kan worden gemobiliseerd, waardoor grote overnames mogelijk worden; soms zelfs plotseling via ongevraagde, vijandige biedingen op ondernemingen. Ondernemingen worden steeds meer geconfronteerd met dergelijke activistische aandeelhouders. De perikelen rond AkzoNobel zijn hiervan een voorbeeld.

Dit roept vragen op over de machtsverhoudingen in ondernemingsland, en zet de corporategovernance-discussie

op scherp. Hoe om te gaan met deze financiële dynamiek? Allereerst, laten we genuanceerd zijn over de wenselijkheid van een aandeelhoudersoriëntatie.

REDENEN VOOR AANDEELHOUDERSORIËNTATIE

Op zich kan een oriëntatie van managers op aandeelhouders een zinvolle ontwikkeling zijn. Zo geeft de aandelenkoers potentieel nuttige informatie over het wel en wee van de onderneming; het is een inschatting van de markt over de vooruitzichten van de onderneming.

Er is ook reden om aandeelhouders enige invloed te geven. Beleggers en analisten die in de markt actief zijn, kunnen een onderneming scherp houden. Aandeelhouders merken het als eerste als een onderneming iets minder of beter draait, ze zijn *residual claimant*. Daarnaast kan de publieke verantwoording die beursgenoteerde bedrijven moeten afleggen heilzaam werken. Zo constateerde *The Economist* (2017) dat met een beursnotering het onprofessionele gedrag van Uber veel eerder aan het licht zou zijn gekomen.

Ook de aanwezigheid van activistische beleggers heeft positieve kanten. Wat nodig is, is een tijdige vernieuwing van een bedrijf, of tijdige beëindiging. Naast veel voorbeelden van succesvolle ondernemingen die zichzelf van tijd tot tijd opnieuw uitvinden, leert een snelle blik op de samenstelling van de S&P500 dat er een dynamisch speelveld is waarbij vaak door technologie geïnspireerde nieuwe spelers de plaats van bestaande ondernemingen overnemen. Het bestuur van een onderneming is vaak slecht in het onderkennen van dergelijke transitie. De dynamiek op financiële markten en de agressiviteit van bepaalde partijen kan hiervoor een nuttige wake-up call zijn. Dit is een vorm van de creatieve destructie waar de grote Oostenrijkse econoom Joseph Schumpeter al op wees.

KORTETERMIJNDENKEN POPULAIR

De keerzijde is echter dat meer kortetermijnimpulsen kunnen gaan domineren. Hoewel strikt genomen aandeelhou-

derswaarde geen korte horizon hoeft te impliceren – de aandelenkoers kan immers de verwachtingen over de verre toekomst reflecteren – leidt een fixatie op aandeelhouderswaarde tot een kortetermijnfocus. Zo kunnen ondernemingen die sturen op beurskoersen van de leg raken. Financiële markten zijn namelijk wispelturig en onderhevig aan kuddegedrag; markten zijn ten enenmale gevoelig voor modeverschijnselen. Ondernemingen die daar niet genoeg afstand van nemen, zullen niet standvastig zijn in hun strategie.

Informatieproblemen tussen onderneming en financiële markt zijn een belangrijke oorzaak van die kortetermijnoriëntatie. De onderneming weet veelal meer en zal trachten de spelers in de financiële markt te bespelen. Ze zal signalen proberen af te geven over het wel en wee van de onderneming, zie kader 1. Hierdoor kunnen kortetermijnacties gaan domineren ten koste van minder goed te kwantificeren langetermijnstrategieën (Kay, 2012).

Diezelfde informatiekloof kan ook verklaren waarom transactie-georiënteerde acties, zoals fusies en overnames, geïnitieerd door het bestuur van de onderneming zelf, populairder zijn geworden. Dergelijke ingrepen – overigens ook de aandeleninkoopprogramma's – zijn immers veel zichtbaarder voor de markt dan het streven naar bijvoorbeeld organische groei, dat meer een lange adem vereist en buiten de horizon valt die de markt kan beoordelen.

Het transactiedenken wordt verder versterkt door ontwikkelingen in informatietechnologie en de deels daarmee samenhangende proliferatie van financiële markten. Het doen van transacties is veel gemakkelijker geworden door de beschikbaarheid van data en het beter kunnen lokaliseren van potentiële kopers en verkopers. Hierdoor zijn ingrepen in de structuur van ondernemingen via afsplitsingen of acquisities eenvoudiger te realiseren.

Deze ontwikkelingen zijn niet zonder problemen. Een transactiegerichtheid kan betekenen dat het bestuur van de onderneming zich te veel bezighoudt met 'kwartetten' (aan- en verkoop van bedrijfsonderdelen). Hiermee dreigt wispelturigheid en kan het bindende vermogen van de onderneming, en daarmee de toegevoegde waarde ervan, worden aangetast (Boot, 2010). Het gevaar is dat de balans zoekraakt: verstarring is onwenselijk, maar er is wel een bepaald bindend vermogen nodig dat een onderneming doet floreren als samenwerkingsverband.

De hamvraag is dan hoe dit bindende vermogen te organiseren is. Hebben ondernemingen de middelen om de sterker geworden financiële dynamiek in goede banen te leiden en weerstand te bieden aan al te activistische aandeelhouders? Als dat niet zo is, dan kunnen de negatieve effecten van de financiële dynamiek gaan domineren. De evidente dominantie van de financiële dynamiek en het onrustige opereren van ondernemingen geven reden voor bezorgdheid. Een sprekend voorbeeld hiervan is hoe Akzo-Nobel zijn chemicaliëndivisie plotseling in de verkoop zette na het bod van PPG. Wat zijn de manieren om de financiële dynamiek in de hand te houden, en hoe effectief zijn die?

BESCHERMINGSCONSTRUCTIES, CODE EN WET

Een manier voor bedrijven om weerstand te bieden aan de financiële dynamiek zijn juridische beschermingsconstructies die kunnen worden geactiveerd. Als ondernemingen

hiervoor in het verleden hebben gekozen, kunnen zij onder omstandigheden de stemverhoudingen in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders beïnvloeden. Dat kan via het bestaan van prioriteitsaandelen met bijzondere zeggenschap en via verwatering van aandelenbezit met de bekende stichting-continuïteit-constructie. Ook kan er sprake zijn van certificering van aandelen waarbij het stemrecht is losgekoppeld van de kapitaalverschaffer.

Naast deze ondernemingsspecifieke constructies bestaat er wetgeving die een belangrijk primaat geeft aan het bestuur en de raad van commissarissen om afwegingen te maken in het belang van de vennootschap. De vorig jaar gereviseerde corporategovernance-code werkt dit uit en ziet langetermijnwaardecreatie als leidend voor het bestuur. Het stelt dat het bestuur daarbij "de in aanmerking komende belangen van stakeholders" moet wegen en geeft het bestuur grote autonomie (NCGC, 2016). In de zaak rond AkzoNobel en PPG is dit recentelijk nogmaals bekrachtigd door de Ondernemingskamer, volgend op eerdere beschikkingen van de Hoge Raad inzake ABN Amro en ASMI (Overkleeft, 2017).

In de praktijk is langetermijnwaardecreatie niet een gemakkelijk te concretiseren doelstelling, want de verschillende stakeholders in een onderneming kunnen hierover van mening verschillen. En, complexer nog, elke stakeholder heeft ook eigen belangen die op gespannen voet kunnen staan met het gemeenschappelijke doel. Juist vanwege dit belangenconflict is er een evenwicht nodig in het krachtenveld rond de onderneming, en komt het bestuur een belangrijke rol toe in het bewaken van dit evenwicht. Een moeilijkheid hierbij is dat het bestuur geen neutrale derde is: het kent eigen belangen, en die hoeven niet parallel te lopen met het belang van de onderneming.

Dit spanningsveld betekent dat het bestuur moeilijk

Van winstverwachting naar manipulatie

KADER 1

Een gangbare praktijk is dat aandeelhouders en analisten ('de markt') het management vragen winstverwachtingen af te geven. Een reden kan zijn dat de markt de toekomst van de onderneming minder goed kan inschatten dan het management. Aandeelhouders vragen het management om 'ankers' te verschaffen waarmee de informatiekloof gedicht wordt – het afgeven van winstverwachtingen is hiervan een voorbeeld. Dit leidt echter tot een spel tussen de markt en de manager omdat de markt onzeker wordt wat betreft het wel en wee van de onderneming als dat niet voldoet aan de gestelde verwachtingen. Dit spel werkt als volgt: de markt weet dat het management enige speelruimte heeft om aan de afgegeven winstverwachtingen te voldoen als de 'echte' winst tegenvalt, doordat accounting-grootheden enige rek-

baarheid kennen. Als het management dan toch rapporteert dat niet voldaan is aan de winstverwachtingen, dan betekent dit dat het wel heel slecht met de onderneming gaat: immers, ondanks dat men al die 'accounting-laatjes' kan opentrekken, schiet men tekort. Het is dus rationeel voor de markt om de onderneming te straffen via een sterk lagere beurskoers, zelfs als de verwachtingen maar net niet zijn waargemaakt. Zodra het management zich realiseert dat de markt op deze manier conclusies trekt, wordt het gesterkt in het koste wat kost opentrekken van laatjes om de winst op te poetsen. Dit is een soort wederzijds 'verwachtingenspel' dat geheel wordt veroorzaakt door de informatiekloof. Het is niet moeilijk om in te zien dat een dergelijk 'spel' vroeg of laat tot manipulatie kan leiden (Boot, 2010).

kan acteren als het niet het vertrouwen heeft van de belangrijke stakeholders, waaronder de aandeelhouders. De effectiviteit van beschermingsconstructies – hoe sterk ze juridisch ook mogen zijn (Vletter-van Dort en Keijzer, 2017) – is daarmee beperkt. Vroeg of laat is draagvlak nodig. Bovendien kan niet voorkomen worden dat marktpartijen aandelen opkopen en een formeel overnamebod uitbrengen. De daadwerkelijke bescherming tegen de krachten van de financiële dynamiek die uitgaat van beschermingsconstructies en het juridische primaat van het bestuur is dus niet onbeperkt en verklaart mede waarom het bestuur gevoelig is voor de financiële dynamiek (Boot, 2010).

Fusies en overnames zijn veel zichtbaarder voor de markt dan het streven naar organische groei

AFSTRAFFEN VAN FLITSKAPITAAL

Een meer technische ‘oplossing’ voor de financiële dynamiek is om zand te strooien in de raderen van het flitsende kapitaalverkeer. Het invoeren van belastingen op financiële transacties is het eerste dat te binnen schiet. Meer fundamenteel is het afdwingen van langetermijncommitments bij financiers. In het geval van flitskapitaal tussen landen is bijvoorbeeld ooit voorgesteld om financiers te dwingen het betreffende land waar leningen aan werden verstrekt het recht te geven de looptijd van de verschaft financiering te verlengen (de financier zit dan gedwongen langer ‘vast’). Bij overnames heeft Duffhues (2017) geopperd verkopende aandeelhouders te betalen in aandelen van de kopende partij, die ze vervolgens voor een bepaalde periode moeten vasthouden. Een andere suggestie is om een loyaliteitsdividend te betalen. Dit is een extra beloning voor langetermijnaandeelhouders. Al deze suggesties proberen de snelheid uit het financiële systeem te halen door ‘flitskapitaal’ direct of indirect te bestraffen.

Flitskapitaal kan ook op afstand worden gehouden door via *dual class shares* zeggenschap te concentreren bij insiders. De effectiviteit hiervan laat zich met name zien bij relatief jonge bedrijven in een sterke groeifase waar een ondernemingsgeest moet worden veiliggesteld, zie bijvoorbeeld Google en Facebook. De ondernemingsgeest die deze bedrijven nodig hebben, verhoudt zich moeilijk met anonieme aandeelhouders op afstand. Niet-beursgenoteerd eigendom (insiderkapitaal, private equity) of beursgenoteerd met dual class shares is dan het meest voor de hand liggend.

REËLE ECONOMIE CENTRAAL

Een andere, mogelijk vruchtbare remedie is om kapitaalverschaffers via een meer betrokken aandeelhouderschap dichterbij de onderneming te brengen. In essentie is dit het dichterbij elkaar brengen van de financiële en reële economie. Betrokken aandeelhouderschap betekent minder vluchtigheid, en daarmee minder gevoeligheid voor de

financiële dynamiek. Dit kan op verschillende manieren, zoals met nabije aandeelhouders waaronder pensioenfondsen of door de missie te verankeren.

Nabije aandeelhouders

Een mogelijkheid is om de loyaliteit van aandeelhouders te versterken door te streven naar een aantal ‘nabije’, relatief grote, aandeelhouders. Kern van het probleem van beursgenoteerde bedrijven is immers een vaak sterk gespreid aandelenbezit bij weinig betrokken aandeelhouders. Van enige trouw is geen sprake, noch is er met een dergelijke spreiding veel ruimte voor overleg. Het hebben van meer nabije en substantiële minderheidsaandeelhouders kan helpen, want met deze aandeelhouders kan gemakkelijker worden gecommuniceerd. En als de onderneming met deze aandeelhouders een vertrouwensband heeft opgebouwd, is eerder ondersteuning voor de eigen strategie te verwachten. Dit kan enige bescherming bieden tegen de financiële dynamiek, en mogelijk helpen in het geval van een vijandige overnamepoging.

Dit betekent niet dat daarmee de onderneming per definitie genoeg lucht heeft ten opzichte van de financiële dynamiek. De afgelopen jaren slaagden activistische partijen erin om in korte tijd een groot aandelenbelang in een onderneming op te bouwen. De veronderstelde trouw van grotere minderheidsaandeelhouders bleek vaak betrekkelijk.

Pensioenfondsen als trouwe aandeelhouder

In de Nederlandse context is vaak geopperd dat pensioenfondsen een beschermende rol als langetermijnaandeelhouder op zich zouden kunnen nemen. In principe is dit een logische gedachtegang. De langetermijnoriëntatie van een pensioenfonds kan passen bij de in de Nederlandse corporategovernance-code vastgelegde gewenste langetermijnoriëntatie van ondernemingen. Twee vragen spelen echter. Ten eerste, hoe moeten pensioenfondsen omgaan met politieke beïnvloeding? Juist bij grote Nederlandse ondernemingen, zoals AkzoNobel, zal die druk op pensioenfondsen om bij te springen groot zijn. Hierdoor ontstaat druk op fondsen om te beleggen in gevestigde bedrijven; nieuwkomers hebben nog geen georganiseerde lobby. De vraag is of dit tot een verantwoord beleggingsbeleid leidt.

Ten tweede, in hoeverre kiezen pensioenfondsen in het belang van hun deelnemers voor beleggingen in Nederlandse ondernemingen? Het Nederlandse pensioensysteem heeft een pure beleggingsoriëntatie. Door deze oriëntatie wordt het onvoldoende duidelijk dat het voorzien in goede pensioenen in de toekomst ten principale afhankelijk is van de verdien capaciteit van de Nederlandse economie in diezelfde toekomst. Hoe sterker Nederland ervoor staat, hoe beter er voorzien kan worden in de behoeften van niet-werkenden, zoals pensioengerechtigden. Investeren in de economie van morgen is waar het om draait. Het mooie van het concept ‘investeren’ is dat het een veel directere koppeling suggereert met de reële economie dan beleggen. Investeren betekent dichterbij de onderliggende activiteiten gaan zitten. Het beperkt daarmee de financiële dynamiek – beleggingen worden gekoppeld aan de reële economie en krijgen een anker. Deze gedachtegang kan leiden tot een

zwaardere rol van pensioenfondsen in de financiering van de Nederlandse economie (WRR, 2016).

Veranker missie en empowerment

Meer fundamenteel is om te bepalen welke ondernemingsstructuur men wil om de missie van de onderneming te verankeren. Triodos Bank is een bekend voorbeeld waar zeggenschap is verankerd in een stichting die de missie van Triodos bewaakt. Deze verankering voorkomt niet alleen dat partijen op de financiële markten de macht kunnen grijpen, maar ook dat een toekomstig bestuur 'goud' ziet en al dan niet met het oog op zelfverrijking een weg in slaat die los staat van de missie. Het belang van het beschermen van een onderneming tegen het opportunisme van haar eigen bestuur wordt vaak onvoldoende onderkend.

Men hoeft niet puur idealistisch te zijn, maar kan ook aspecten opnemen in de governancestructuur, die onderscheidend zijn en een unieke marktpositie mogelijk maken. Als men bijvoorbeeld als bio-supermarktketen een vastere relatie wil opbouwen met een specifieke doelgroep dan zou men geloofwaardigheid bij die klanten kunnen verzekeren door statutair te verankeren dat winsten boven een bepaald niveau terugvloeien naar die klanten. Hiermee wordt een vorm van 'klant-aandeelhouderschap' gecreëerd.

Deze vorm van binding en betrokkenheid kan ook goed passen bij de toenemende behoefte aan empowerment in de samenleving. De consument kan mogelijk via zijn 'klant-aandeelhouderschap' meesturen. Empowerment kan evenzeer van belang zijn voor andere groepen, zoals werknemers en toeleveringsbedrijven. Ondernemingsvormen zoals partnerships en coöperaties zullen mogelijk aan belang winnen als daarmee een groter (of meer geloofwaardig) empowerment kan worden gegeven. De financiële dynamiek wordt dan ingedamd, en het bindend vermogen versterkt.

TOT SLOT

Er zijn geen gemakkelijke antwoorden op de onbalans die is ontstaan in het corporategovernance-gebeuren. De financiële dynamiek heeft de overhand gekregen, en de vraag is hoe deze meer onder controle te krijgen, of hoe hier beter mee om te gaan. In dit artikel zijn verschillende mechanismen besproken die de financiële dynamiek of de effecten ervan kunnen indammen.

Op voorhand is het niet duidelijk of het bestaande instrumentarium tekortschiet. In veel gevallen is het ook een keuze geweest van ondernemingen om zich meer te richten op aandeelhouders en financiële markten, om zich daarmee meer bloot te stellen aan de financiële dynamiek. Ook moet worden onderkend dat blootstelling aan de disciplinerende van financiële markten kan zorgen voor noodzakelijke aanpassingen in de strategie van ondernemingen.

Dit neemt niet weg dat de beweeglijkheid van kapitaal en de proliferatie van financiële markten een onrustig klimaat rond ondernemingen hebben geschapen. Verschillende partijen gebruiken deze onrust als argument om het bestuur van een onderneming de wettelijke mogelijkheid te geven om een bedenktijd van één jaar te kunnen invoeren bij poging tot agendering van een onderwerp dat tot verandering in strategie kan leiden (een 180 dagen bedenktijd bestaat al). Daarnaast wordt gesuggereerd dit ook mogelijk te maken na een (succesvol) vijandig bod. Het probleem met dergelijke stappen is dat het bestuur zelf ook partij is – het is niet onfeilbaar. Deze maatregelen tasten de accountability van het bestuur aan en zetten aandeelhouders rücksichtslos aan de kant. Dit bijt des te meer daar het bestuur grote verantwoordelijkheden en speelruimte heeft, zoals ook bekrachtigd door de Ondernemingskamer in de zaak AkzoNobel. De centrale rol van het bestuur in het Nederlandse systeem van corporate governance vraagt daarom om een scherp verantwoordingsmechanisme.

Op een meer fundamenteel niveau zou je de vraag kunnen stellen of de financiële wereld niet is losgezongen van de reële wereld. In plaats van te spreken over beleggen, waarbij los van de economische context uit duizenden aandelen en andere beleggingsmogelijkheden een beleggingsportefeuille wordt samengesteld, zouden we misschien liever moeten spreken over investeren, iets dat meer betrokkenheid suggereert bij de reële economie.

In dit onbepaalde speelveld bevindt zich de discussie. Het vraagt om een fundamenteel debat zonder te snel voor te sorteren op oplossingen.

LITERATUUR

- Boot, A.W.A. (2010) *De ontwortelde onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers?* 2e druk. Assen: Van Gorcum.
- Duffhues, P. (2017) Naar een nieuwe betaalvorm ingeval van buitenlandse overnames van vitale Nederlandse ondernemingen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 91(5/6), 163–165.
- Kay, J. (2012) *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making*. Final report, 12/917. Londen.
- NCGC (2016) *De Nederlandse Corporate Governance Code*. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 8 december. Den Haag.
- Overkleef, F. (2017) *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen: een analyse van recht, gebeurtenissen en ideeën*. Serie Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 103. Deventer: Wolters Kluwer.
- Rey, H. (2013) *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*. Presentatie op het 25e Jackson Hole symposium. Augustus, Jackson Hole, WY.
- The Economist (2017) Why Uber's boss must go. *The Economist*, 15 juni.
- Vletter-van Dort, H.M. en T.A. Keijzer (2017) De veilige toekomst van de Nederlandse beursvennootschap. *Ondernemingsrecht*, 2017(73), 433–434.
- WRR (2016) *Samenleving en financiële sector in evenwicht*. Rapport, 96. Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.

In het kort

- ▶ Aandeelhoudersoriëntatie is nuttig, maar te veel zorgt voor een kortetermijngerichtheid.
- ▶ Er zijn veel verschillende manieren om de financiële dynamiek te beperken.
- ▶ Voorsorteren op ad hoc oplossingen miskent de complexiteit van het debat.

Langetermijnoriëntatie en de opkomst van passieve investeerders

Passieve investeerders zijn de afgelopen jaren flinke gegroeid. BlackRock, Vanguard en State Street hebben nu belangen in de meeste beursgenoteerde bedrijven. Welke rol vervullen deze aandeelhouders en wat betekent dit voor het management?

EELKE HEEMSKERK
Universitair hoofd-
docent aan de
Universiteit van
Amsterdam

Het bestuur van Nederlandse bedrijven kent een heroriëntatie op langetermijnwaardecreatie. Dit kwam helder naar voren in recente overnamegevechten waarbij buitenlandse investeerders als sprinkhanen en slopers werden getypeerd. Maar het blijkt ook uit de recente herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code (MCCG, 2016) die sterker dan voorheen stelt dat de taak van het bestuur en de raad van commissarissen langetermijnwaardecreatie is.

Jeroen van der Veer stelt dat het aantrekken van langetermijnbeleggers via bijvoorbeeld indexfondsen een slimme strategische stap is om je te beschermen tegen activistische aandeelhouders (Meinema, 2017). En daar zou hij wel eens gelijk in kunnen hebben.

TOENEMENDE ROL PASSIEVE INVESTEERDERS

Indexfondsen die passief beleggen, zijn in korte tijd zeer populair geworden bij beleggers omdat ze tegen veel lagere beheerskosten een vergelijkbaar rendement hebben als actief beheerde fondsen. Deze fondsen houden een mandje van aandelen aan waarvan het risico en rendement dat van een index, zoals de AEX, zo goed mogelijk weerspiegelt. Het is een passieve beleggingsstrategie omdat de fondsbeheerder niet handelt op basis van eigen marktverwachtingen.

De verandering in beleggingsstrategie is enorm: tussen 2007 tot 2016 zagen actieve beleggingsfondsen 1.100 miljard euro wegvloeiën, terwijl beleggingen in indexfondsen over dezelfde periode met maar liefst 1.300 miljard euro toenamen. Deze grote, groeiende markt voor passief beleggen wordt gedomineerd door slechts drie spelers: Black-

Rock, Vanguard en State Street. Gezamenlijk hebben ze bijna 10,1 biljoen euro aan aandelen in beheer. Dat is meer dan alle staatsfondsen bij elkaar, en meer dan drie keer zoveel als de wereldwijde hedgefondssector. We noemen ze daarom 'de Grote Drie'.

Deze verschuiving heeft geleid tot een concentratie van aandeelhouderschap die zijn weerga niet kent. Uit mijn onderzoek blijkt dat de Grote Drie gezamenlijk de grootste aandeelhouder zijn in veertig procent van alle beursgenoteerde bedrijven in de Verenigde Staten en in bijna negentig procent van de S&P 500-bedrijven, waaronder Apple, Microsoft, ExxonMobil, General Electric en Coca-Cola.

Tabel 1 laat zien dat BlackRock in meer dan 3.600 bedrijven wereldwijd meer dan drie procent van de aandelen beheert en in 2.600 hiervan zelfs meer dan vijf procent. Deze concentratie van eigendom in de handen van een kleine groep financiële instellingen is ongekend en doet denken aan de tijden van de grootbanken in het Rijnlandse kapitalisme.

Ook in Nederland hebben de Grote Drie aanzienlijke belangen opgebouwd bij bedrijven als KPN (bijna negen procent); Philips (acht procent), Wolters Kluwer (zeven-eneenhalf procent), ING (zeven procent) en Unilever (ruim zes procent).

PASSIEVE BELEGGERS MAAR ACTIEVE AANDEELHOUDERS

De toenemende rol van passieve beleggers verandert de prikkels voor managers van bedrijven. In tegenstelling tot de actieve fondsen zijn passieve investeerders juist sterk gericht op langetermijnwaardecreatie, wat gezien hun investeringsmodel logisch is. Deze fondsen zijn gebonden om deelnemingen te hebben in alle bedrijven van de index die ze volgen. Ze verkopen immers geen aandelen als het met een bedrijf minder goed gaat dan verwacht. Ze zijn dus niet zozeer gebaat bij kortetermijnresultaten van een selectie goed gekozen bedrijven, als wel bij een stabiel, voorspelbaar rendement op de gehele markt.

Deze bijdrage is gebaseerd op Fichtner et al. (2017) en Heemskerk (2017).

In toenemende mate oefenen indexfondsen invloed uit. Dat gebeurt direct, via het uitoefenen van het stemrecht van de aandelen die ze beheren, en indirect, via *engagements* met het management. Zo had BlackRock tussen midden 2014 en midden 2015 meer dan 1.500 van dit soort *engagements* met bestuurders van bedrijven waar ze in investeren. Zoals William McNabb, voorzitter en CEO van Vanguard, het zei in 2015: “Sommigen hebben in het verleden ten onrechte aangenomen dat ons voornamelijk passieve vermogensbeheer ook een passieve houding met betrekking tot de bedrijfsvoering suggereert. Niets is minder waar.” (Grind en Lublin, 2015) State Street liet recent weten zich zorgen te maken over het gebrek aan diversiteit in de bestuurskamers. En BlackRock liet zich samen met enkele andere grote fondsen kritisch uit over ongefundeerde exorbitant hoge salarissen.

Hierbij zijn kanttekeningen te maken. Uit mijn onderzoek blijkt ook dat de Grote Drie op aandeelhoudersvergaderingen in de Verenigde Staten in negentig procent van de gevallen meestemmen met het management. Wanneer ze wel tegen het management stemmen, betreft dit in de helft van de gevallen benoemingen van bestuurders. Het stemrecht lijkt daarom vooral een stok achter de deur om invloed uit te kunnen oefenen via de *engagements*.

MINDER CONCURRENTIE

Daarnaast zorgt de toenemende rol van passieve beleggers mogelijk voor minder concurrentie. De spectaculaire groei van passieve investeerders heeft namelijk tot gevolg dat steeds vaker bedrijven dezelfde grootaandeelhouders hebben. Wanneer dit bedrijven betreft die in dezelfde markt opereren, spreken we over horizontaal eigendom. In de VS is het aantal bedrijven waar sprake is van horizontaal eigendom spectaculair gegroeid van minder dan tien procent in 1980 tot zestig procent in 2010 (He en Huang, 2017). Dit heeft geleid tot een nieuw debat over de mogelijke effecten van horizontaal eigendom op mededinging. Immers, wanneer je aandeelhouder bent bij meerdere bedrijven in dezelfde markt, dan is scherpe concurrentie tussen de bedrijven minder in je belang dan de ontwikkeling van de

markt als geheel (Elhauge, 2016). Indien topmanagers de belangen van hun aandeelhouders goed in gedachten houden, dan kan dit dus leiden tot minder concurrentie.

Dit debat wordt gevoed door empirische studies die deze effecten lijken aan te tonen. Zo zou horizontaal eigendom in de Amerikaanse luchtvaartsector hebben bijgedragen aan een prijsstijging van tickets met maar liefst tien procent (Azar et al., 2017) en in de banksector hebben bijgedragen aan hogere depositorente-spreads en klanten-fee's (Azar et al., 2016).

Terwijl sommigen de resultaten in twijfel trekken en bekritisieren (Rock en Rubinfeld, 2017; Baker, 2016) pleiten anderen juist voor regulering of ten minste voor toenemende aandacht van toezichhouders (Posner et al., 2017; Elhauge, 2017). Vooralsnog lijkt het belangrijk de mogelijke effecten van horizontaal eigendom op mededinging goed te onderzoeken, maar is het gezien de embryonale fase van dit onderzoek nog te vroeg voor regelgeving. Overigens speelt voor de Nederlandse context mee dat het Europese mededingingsbeleid danig verschilt van dat in de VS en minder ruimte laat voor spoedig ingrijpen (Corradi en Tzanaki, 2017).

LITERATUUR

- Azar, J., M. Schmalz en I. Tecu (2016) *Anti-competitive effects of common ownership*. Ross School of Business Working Paper, 1235.
- Azar, J. R., Sahil en M. Schmalz (2016) *Ultimate Ownership and Bank Competition Beschikbaar via SSRN*.
- Baker, J.B. (2016) *Overlapping financial investor ownership, market power, and antitrust enforcement: my qualified agreement with Professor Elhauge*. *Harvard Law Review Forum*, 129(5), 212-232.
- Corradi, M.C. en A. Tzanaki (2017) *Active and Passive institutional investors and new antitrust challenges: is EU competition law ready?* *CPI Antitrust Chronicle*, 3, 18-25.
- Elhauge, E. (2016) *Horizontal shareholding*. *Harvard Law Review*, 129(5), 1267-1317
- Elhauge, E. (2017) *The growing problem of horizontal shareholding*. *CPI Antitrust Chronicle*, 3, 36-50.
- Fichtner, J., E.M. Heemskerck en J. Garcia-Bernardo (2017) *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*. *Business and Politics*, 17(1), 1-29.
- Grind, K. en J.S. Lublin (2015) *Vanguard and BlackRock plan to get more assertive with their investments*. *Wall Street Journal*, 4 maart. Artikel te vinden op <http://www.wsj.com>.
- He, J. en J. Huang (2017) *Product market competition in a world of cross-ownership: evidence from institutional blockholdings*. *Review of Financial Studies*, te verschijnen.
- Heemskerck, E.M. (2017) *Ligt het Rijnland nu in de VS? Langetermijnoriëntatie en passieve investeringsfondsen*. *Goed Bestuur & Toezicht*, 13(2), 14-16.
- MCCG (2016) *De Nederlandse corporate governance code*. Den Haag.
- Meinema, A. (2017) *Vijandige overnames zijn de donkere zijde van het kapitalisme*. NOS, online, 23 maart. Artikel te vinden op <http://nos.nl>.
- Posner, E., F. Scott Morton en E. Weyl (2017) *A proposal to limit the anti-competitive power of institutional investors*. *Antitrust Law Journal*, te verschijnen.
- Rock, E.B. en D.L. Rubinfeld (2017) *Defusing the antitrust threat to institutional investor involvement in corporate governance*. NYU Law and Economics Research Paper, 17-05.

Top 10 investeringsfondsen met grote aandelenpakketten in bedrijven

TABEL 1

Fonds	Aantal pakketten groter dan ...		
	... drie procent	... vijf procent	... tien procent
1 BlackRock	3.648	2.632	375
2 Vanguard	2.821	1.855	163
3 Fidelity	1.956	1.309	506
4 Dim. Fund Adv.	1.708	590	4
5 State Street	1.113	281	13
6 Capital Group	844	528	121
7 Wellington Mgmt.	765	480	117
8 JP Morgan Chase	745	311	49
9 Franklin Templeton	743	440	117
10 T. Rowe Price	685	399	124

Bron: Fichtner et al., 2017

In het kort

- ▶ Het toenemende aandeelhouderschap van indexfondsen verandert de prikkels voor bestuurders van bedrijven.
- ▶ Bestuurders krijgen een oriëntatie die meer op de lange termijn is gericht en minder op concurrentie.



GEZIEN WORDEN

DÍMIO

TOE
GT?

MIJ NIET
GEZIEN!

Maria Aal

Focus op aandeelhouder veelal slecht voor de financiële prestaties

De afgelopen decennia zijn steeds meer beursgenoteerde bedrijven in Nederland zich gaan richten op het creëren van aandeelhouderswaarde. Dit heeft in de regel een negatieve invloed op hun financiële prestaties gehad.

PIETER-JAN BEZEMER

Senior lecturer aan de Auckland University of Technology

HENK VOLBERDA

Hoogleraar aan de Erasmus Universiteit (EUR)

FRANS VAN DEN BOSCH

Emeritus hoogleraar aan de EUR

Wereldwijd bestaan er verschillende opvattingen over de rol van de beursgenoteerde onderneming in een nationale economie. In liberale-markteconomieën, zoals die van de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, wordt de onderneming hoofdzakelijk gezien als een instrument om zo veel mogelijk waarde voor haar aandeelhouders te creëren. In gecoördineerde-markteconomieën, zoals die van Duitsland, Japan en Nederland, wordt de onderneming daarentegen van oudsher veel meer gezien als een breder samenwerkingsverband waarin alle belanghebbenden een redelijke beloning behoren te verdienen (Heemskerk, 2007; Moerland, 1995; Peters en Weggeman, 2009).

De voor- en nadelen van beide economische systemen zijn al decennialang onderwerp van discussie (Heemskerk, 2007; Peters en Weggeman, 2009). Daar waar liberale-markteconomieën geprezen worden voor hun efficiëntiedenken, vrije stroom van kapitaal en beperkte inmenging van de overheid in het bedrijfsleven, wijzen tegenstanders erop dat dit systeem voor een focus op de korte termijn, minder duurzaamheid in de sociale verbanden in en om bedrijven en een onevenwichtiger inkomensdistributie zorgt. Gecoördineerde-markteconomieën staan erom bekend dat ze deze problemen proberen aan te pakken door een focus op langere termijn, een grotere rol voor de overheid en het stimuleren van overleg tussen alle stakeholders. Dit resulteert volgens critici echter in meer bureaucratie, een vergadercultuur en inflexibiliteit van de arbeidsmarkt.

Terwijl beide economische systemen decennialang redelijk onafhankelijk van elkaar hebben gefunctioneerd, zijn er sinds de jaren negentig steeds meer wederzijdse invloeden waar te nemen. Met name gecoördineerde-markteconomieën lijken in toenemende mate geconfronteerd te worden met invloeden uit de Verenigde Staten. In Nederland is dit bijvoorbeeld goed terug te zien in de maatschappelijke debatten over beloningen, de rol van financiële instellingen, de rechten en plichten van aandeelhouders en de overnamepogingen van ondernemingen door buitenlandse investeerders. De grote vraag is echter of een dergelijke oriëntatie op het creëren van aandeelhouderswaarde werkt in een systeem dat op langetermijn-netwerkrelaties is gericht. In dit artikel bespreken we de toenemende oriëntatie op aandeelhouderswaarde bij Nederlandse bedrijven, waar deze vandaan komt en welke gevolgen deze op hun financiële prestaties heeft gehad.

AANDEELHOUDERSWAARDEORIËNTATIE IN NEDERLAND

Om een goed historisch beeld van de verspreiding van het marktgeoriënteerd denken in Nederland te krijgen, analyseerden we meer dan 2.000 jaarverslagen van de top 100 van beursgenoteerde bedrijven in Nederland gedurende de periode 1992–2012. Twee onderzoekers codeerden onafhankelijk van elkaar of een specifiek jaarverslag een tekstpassage bevatte met het begrip ‘aandeelhouderswaarde’ of een equivalent daarvan. Een goed voorbeeld van een dergelijke passage is in het jaarverslag van Ballast Nedam te vinden: *“De strategie van Ballast Nedam is erop gericht de centrale doelstelling van het creëren van aandeelhouderswaarde te realiseren door middel van groei van de winst en van de winst per aandeel”* (Ballast Nedam, 1997).

Onze tekstanalyse liet een scherpe verschuiving zien in de mate waarin ondernemingen aan het creëren van aandeelhouderswaarde in hun jaarverslag refereerden. Daar waar slechts 14 procent van de bedrijven aandeelhou-

derswaarde in hun jaarverslag over 1992 noemde, was dit aandeel in 2012 tot maar liefst 83 procent toegenomen (figuur 1). Dat dit niet alleen maar retoriek betrof, is terug te zien in het gegeven dat deze bedrijven ook voorbeelden gaven van hoe ze deze focus daadwerkelijk implementeerden. Zo verwezen deze ondernemingen in toenemende mate naar mechanismen die geassocieerd worden met een aandeelhouderswaardeoriëntatie, zoals het gebruik van managementsystemen met een nadruk op economische waardeconcepten, aandelen- of optieregelingen, inkoopprogramma's voor eigen aandelen en presentatie van de jaarcijfers volgens internationale accountancystandaarden (Fiss en Zajac, 2004; 2006). Daarmee is er gedurende de periode 1992–2012 zowel in woord als in daad een significante verschuiving in de bedrijfsfilosofie van de top 100 van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland zichtbaar.

ROL VAN AANDEELHOUDERS

Een belangrijke vervolgvraag is waarom Nederlandse bedrijven een dergelijke ommezwaai hebben gemaakt in de richting van een managementfilosofie die minder goed lijkt te passen bij een gecoördineerde-markteconomie. De wetenschappelijke literatuur suggereert dat een gedeeltelijk antwoord op deze vraag te vinden is in het bestuderen van de politieke machtsverhoudingen in en rond ondernemingen, aangezien er vaak een invloedrijke partij nodig is om een dergelijk radicale verandering teweeg te brengen (Fiss en Zajac, 2004; Kraatz en Moore, 2002). In het geval van de verspreiding van een aandeelhouderswaardeoriëntatie is het derhalve logisch om te bekijken welke rol de verschillende grote aandeelhouders hebben gespeeld.

In de verspreiding van aandeelhoudersoriëntatie lijken met name financiële instellingen, zoals banken, verzekeraars, pensioenfondsen en hedgefondsen, een rol te spelen. Tabel 1 laat met een panelanalyse zien dat bedrijven meer geneigd zijn om aandeelhouderswaarde te benadrukken als ze een financiële partij als grootaandeelhouder hebben. Een

mogelijke verklaring hiervoor is dat deze investeerders zelf onder druk staan om goede resultaten voor hun klanten en leden te realiseren en dit daarom doorvertalen naar de bedrijven waarin ze een groot belang hebben.

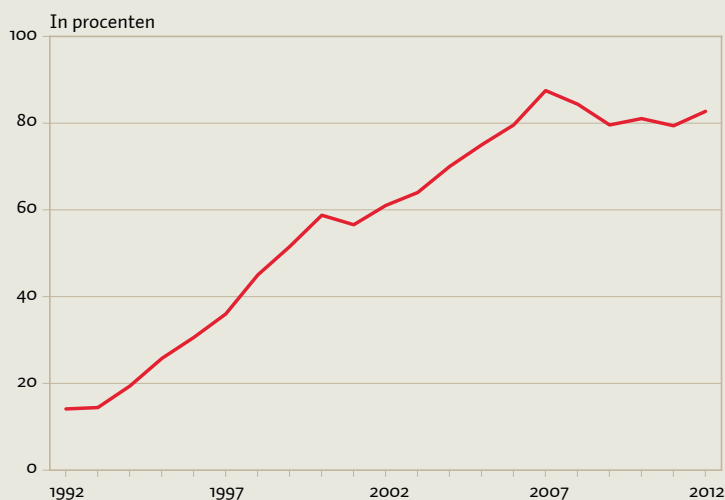
Opmerkelijk genoeg speelden grote investeerders uit marktgeoriënteerde Angelsaksische economieën geen rol van betekenis. Deze investeerders waren voor de hand liggende verspreiders van de succesverhalen over deze managementfilosofie geweest, omdat ze bekend zijn met de voordelen van de rendementsgerichte aanpak vanuit het thuisland. Dit bleek echter niet het geval. Ook bedrijven met een dubbele beursnotering in New-York of Londen spraken niet vaker over aandeelhouderswaarde in hun jaarverslag dan ondernemingen zonder een dergelijke notering. Daarmee lijkt de verschuiving naar een aandeelhouderswaardeoriëntatie in Nederland geen ontwikkeling te zijn die direct vanuit het buitenland Nederland is binnengekomen.

NEGATIEVE FINANCIËLE GEVOLGEN

Het is te verwachten dat een sterkere focus op economische waardecreatie terug te zien is in de prestaties van bedrijven met een dergelijke oriëntatie. Tegelijkertijd suggereert de wetenschappelijke literatuur dat een fundamentele wijziging in bedrijfsfilosofie de maatschappelijke legitimiteit van een bedrijf kan ondermijnen (Fiss en Zajac, 2004; 2006; Ghoshal, 2005), met slechtere ondernemingsprestaties tot gevolg. Om deze mogelijke verbanden verder te analyseren, verzamelden we informatie over de financiële prestaties van de onderzochte ondernemingen. Uit onze panelanalyse bleek dat de toegenomen focus op aandeelhouderswaarde in de regel niet goed geweest is voor Nederlandse bedrijven: de ondernemingen die aandeelhouderswaarde benadrukten in hun jaarverslag behaalden het daaropvolgende jaar gemiddeld een lager rendement op hun totale activa dan bedrijven die dit niet deden (tabel 2).

Deze bevinding weerspiegelt de maatschappelijke kritiek op een aandeelhouderswaarde-oriëntatie goed, maar het daadwerkelijke beeld blijkt iets complexer. Wanneer bedrijven gesteund worden door hun grote financiële investeerders om aandeelhouderswaarde te benadrukken, zijn de negatieve effecten op de financiële prestaties minder of niet aanwezig (tabel 2, modellen 2 en 3). Een mogelijke verklaring hiervoor is dat een focus op aandeelhouderswaardeoriëntatie beter lijkt te werken wanneer de doelstellingen van de aandeelhouders en managers op één lijn liggen en lastige openbare discussies tussen beide

FIGUUR 1
Percentage Nederlandse top-100-bedrijven dat aandeelhouderswaardeoriëntatie in het jaarverslag noemt



TABEL 1
Regressieresultaten voor rol van grote aandeelhouders (1992–2006)

Aandeelhoudersoriëntatie			
Financiële grootaandeelhouder	0,23**		0,22**
Angelsaksische grootaandeelhouder		0,18	0,15

** Significant op vijfprocentniveau
Noot: 1216 observaties. In de modellen is gecontroleerd voor een variëteit aan tijd-, industrie- en organisatie-effecten, zie Bezemer et al. (2015).

groepen worden voorkomen. Ook wanneer bedrijven een focus op aandeelhouderswaarde zichtbaar implementeren in hun bedrijfsvoering, waren de negatieve effecten op de financiële prestaties minder of niet aanwezig (tabel 2, model 3). Een keuze voor aandeelhouderswaarde in woord en daad en met de steun van financiële aandeelhouders leidt tot betere resultaten dan wanneer organisaties aandeelhouderswaarde slechts symbolisch gebruiken en hun grote aandeelhouders tegen dit idee zijn.

ONDERZOEKSIMPLICATIES

Onze onderzoeksbevindingen hebben een aantal belangrijke implicaties. Ten eerste roept het veelal negatieve effect van een focus op aandeelhouderswaarde op de financiële prestaties van bedrijven de vraag op of deze ontwikkeling niet te ver doorgeschoten is in Nederland. Ironisch genoeg lijken onze data te suggereren dat de verschuiving van de aandacht van stakeholders naar aandeelhouders juist waarde voor de laatste groep vernietigt in een gecoördineerde-markteconomie zoals die van Nederland. Een heroriëntatie op de rol van de beursgenoteerde onderneming in Nederland lijkt daarmee op zijn plaats. Een analyse van de meest recente jaarverslagen van de ondernemingen in de AEX laat zien dat nog steeds 88 procent van deze bedrijven aandeelhouderswaarde of een equivalent daarvan benadrukt in hun jaarverslag. Een positieve verandering is echter dat deze retoriek steeds meer gecombineerd lijkt te worden met tekstpassages waarin langetermijn-waardecreatie voor alle stakeholders wordt benadrukt. In dat kader is het ook interessant om op te merken dat steeds meer Amerikaanse onderzoeksartikelen zich kritisch uiten over de gevolgen van een aandeelhouderswaardeoriëntatie in de Verenigde Staten (zie bijvoorbeeld Barton et al., 2017; Bower en Paine, 2017). Wellicht duiden deze ontwikkelingen op het begin van een globale kentering in de wijze waarop de

rol van de beursgenoteerde onderneming in een nationale economie wordt gedefinieerd.

Ten tweede dagen onze bevindingen organisaties uit om de overname van nieuwe ideeën goed te toetsen aan de mate waarin ze passen binnen het bestaande economische systeem. In het geval van een aandeelhouderswaarde-oriëntatie in Nederland lijken alleen die ondernemingen die ten eerste gesteund werden door hun grote financiële aandeelhouders en ten tweede moeite hebben gedaan om dit denken daadwerkelijk te implementeren, er enigszins profijt van gehad te hebben. Ons inziens daagt dat bedrijven uit om de politieke machtsverhoudingen in en rond de organisatie goed te analyseren, omdat dit het succes van een alternatieve bedrijfsfilosofie mede helpt bepalen. Bovendien maant het bedrijven aan tot voorzichtigheid bij het overnemen van alternatieve managementideeën, zeker als men niet van plan is de bijbehorende mechanismen ten volle te implementeren.

Regressieresultaten voor financiële gevolgen (1992–2006) TABEL 2

Model	Rendement ten opzichte van activa Rendement ten opzichte van activa		
	(1)	(2)	(3)
Aandeelhouderswaarde-oriëntatie (AO)	-0,89**	-0,84**	-0,92**
Implementatie AO		-0,66	-0,77**
AO X Implementatie AO		0,98**	1,10**
Financiële grootaandeelhouder			0,33
AO X Financiële grootaandeelhouder			1,12**
Angelsaksische grootaandeelhouder			0,30
AO X Angelsaksische grootaandeelhouder			-0,75

** Significant op vijfprocentniveau
Noot: 1.202 observaties. In de modellen is gecontroleerd voor een variëteit aan tijd-, industrie- en organisatie-effecten, zie Bezemer et al. (2015).

LITERATUUR

- Ballast Nedam (1997) *Jaarverslag Ballast Nedam 1997*. Te vinden op www.company.info.
- Barton, D., J. Manyika en S.K. Williamson (2017) The data: where long-termism pays off. *Harvard Business Review*, 95(3), 67.
- Bezemer, P., E.J. Zajac, I. Naumovska, F.A.J. van den Bosch en H.W. Volberda (2015) Power and paradigms: the Dutch response to pressures for shareholder value. *Corporate Governance: An International Review*, 23(1), 60–75.
- Bower, J.L. en L.S. Paine (2017) The error at the heart of corporate leadership. *Harvard Business Review*, 95(3), 50–60.
- Fiss, P.C. en E.J. Zajac (2004) The diffusion of ideas over contested terrain: the (non-)adoption of a shareholder value orientation among German firms. *Administrative Science Quarterly*, 49, 501–534.
- Fiss, P.C. en E.J. Zajac (2006) The symbolic management of strategic change: sensegiving via framing and decoupling. *Academy of Management Journal*, 49(6), 1173–1193.
- Ghoshal, S. (2005) Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management Learning & Education*, 4(1), 75–91.
- Heemskerk, E.M. (2007) *Decline of the corporate community: network dynamics of the Dutch business elite*. Amsterdam: Amsterdam University Press.
- Kraatz, M.S. en J.H. Moore (2002) Executive migration and institutional change. *The Academy of Management Journal*, 45(1), 120–143.
- Moerland, P.W. (1995) *Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems*. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 26(1), 17–34.
- Peters, J. en M. Weggeman (2009) *Het Rijnland-boekje*. Amsterdam: Business Contact.

In het kort

- ▶ Nederlandse ondernemingen refereren in jaarverslagen de laatste twee decennia vaker aan aandeelhouderswaarde.
- ▶ Financiële grootaandeelhouders spelen een centrale rol in de verspreiding van de focus op aandeelhouderswaarde.
- ▶ De focus op aandeelhouderswaarde pakt in de regel niet goed uit voor Nederlandse bedrijven.

Argumenten voor een stakeholderbenadering van ondernemingsbestuur

Het primaat van aandeelhoudersbelangen in het ondernemingsbestuur wordt vaak verdedigd met een beroep op de economische theorie. Maar deze verdediging berust op ‘alternatieve feiten’. Economische principes, in het bijzonder efficiencyoverwegingen en inzicht in de werking van beloningsprikkels, leiden juist tot een stakeholderbenadering van ondernemingsbestuur.

J.W. STOELHORST
Universitair hoofd-
docent aan de
Universiteit van
Amsterdam

De nieuwe corporategovernance-code van de commissie-Van Maanen stelt vanaf de eerste paragraaf het wegen van de belangen van alle stakeholders in een onderneming centraal: “Het bestuur is verantwoordelijk voor de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Het bestuur richt zich op de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en weegt daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders. De raad van commissarissen houdt toezicht op het bestuur terzake.” (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2016, p. 13)

Hiermee lijkt de code een halt toe te willen roepen aan de intellectuele doctrine dat het de morele taak van managers is om aandeelhouderswaarde te maximaliseren. Deze doctrine is sinds de jaren negentig van de vorige eeuw in toenemende mate het beeld van ondernemingsbestuur in Nederland gaan bepalen (Boot, 2009; De Jongh, 2014). Ze is het resultaat van actief verzet *tegen* een stakeholderbenadering van economen van faam, zoals Milton Friedman (1970) en Michael Jensen (2002; 2007).

Dat de code afstand neemt van een eenzijdige nadruk op aandeelhouderswaarde roept dan ook de vraag op wat de argumenten voor een stakeholderbenadering zijn. Volgens Friedman en Jensen leiden economische principes onont-

koombaar tot de conclusie dat dit geen goede benadering van ondernemingsbestuur is.

Maar de argumentatie van Friedman, Jensen, c.s. tegen een stakeholderbenadering berust op ‘alternatieve feiten’. Kort samengevat zeggen zij drie dingen. Ten eerste, aandeelhouders zijn de eigenaren van ondernemingen en managers horen dientengevolge in het belang van aandeelhouders te handelen; ten tweede, door in het belang van aandeelhouders te handelen, dragen managers bovendien bij aan het maximaliseren van de collectieve welvaart; en ten derde, om ervoor te zorgen dat managers ook daadwerkelijk in het belang van aandeelhouders handelen, zijn beloningsprikkels nodig die ervoor zorgen dat het in het financiële eigenbelang van managers is om aandeelhouderswaarde te maximaliseren.

ALTERNATIEF FEIT ÉÉN: AANDEELHOUDERS ZIJN EIGENAREN VAN DE ONDERNEMING

Het meest flagrante alternatieve feit dat voorstanders van de aandeelhouderswaardedoctrine benadrukken, is dat aandeelhouders de eigenaren van een onderneming zouden zijn. De kern van Friedmans invloedrijke essay (1970) is dat, omdat aandeelhouders “the owners of the business” zijn, het de enige maatschappelijke verantwoordelijkheid van bedrijven en hun managers is om binnen de grenzen van de wet winsten te maximaliseren. Dat aandeelhouders de eigenaren van bedrijven zijn, is sinds Friedman de mantra van de aandeelhouderswaardedoctrine geworden: het is zo vaak herhaald dat het inmiddels een wijd verbreid idee is. Maar het is domweg niet waar.

Niet de aandeelhouders maar de onderneming *zelf*, daarin gerepresenteerd door het bestuur, is juridisch eigenaar. Zoals uitgebreid beargumenteerd door de Amerikaanse juriste Lynn Stout (2002; 2012), zijn aandeelhouders eigenaren van *een aandeel in* de onderneming en hebben ze als zodanig vrij beperkte rechten. Zo hebben

ze bijvoorbeeld geen directe aanspraak op de bezittingen van de onderneming en zelfs niet op de winsten. De enige invloed die aandeelhouders hebben, is via hun invloed op het bestuur. Stouts analyse is gebaseerd op de Amerikaanse wet, maar haar conclusie geldt evenzeer voor de Nederlandse wet, waarin de nadruk ligt op autonomie van bestuur en belangenpluralisme (Kroeze et al., 2017): de claim dat aandeelhouders eigenaren van ondernemingen zijn, is empirisch gezien onjuist.

Dit betekent dat het uitgangspunt van de *agency theory* (Jensen en Meckling, 1976), de economische theorie die aan de basis van de aandeelhouderswaardedoctrine staat, niet klopt. Dat de agency-theorie aandeelhouders als principaal ziet en bestuurders als hun agent is in strijd met de juridische werkelijkheid. Op basis van die werkelijkheid zou de onderneming zelf als principaal moeten worden gezien en dit leidt logischerwijs tot de conclusie dat bestuurders de agent van alle stakeholders in de onderneming zijn (Hill en Jones, 1992).

ALTERNATIEF FEIT TWEE: AANDEELHOUDERSWAARDE MAXIMALISEREN IS EFFICIËNT

Dat aandeelhouders juridisch geen eigenaren van ondernemingen zijn, betekent nog niet dat ze dat niet zouden moeten zijn. Is de wettelijke oplossing economisch gezien wel verstandig? Niet volgens Michael Jensen (2002; 2007). Hij stelt dat bedrijven op slechts één criterium gestuurd moeten worden: het maximaliseren van de financiële waarde op de lange termijn van de onderneming. “200 years worth of work in economics and finance indicate that social welfare is maximized when all firms in an economy maximize total firm value” (Jensen, 2002, p. 239). Ergo, op basis van economische principes zou de wetgever tot een heel andere oplossing moeten komen.

Dit autoriteitsargument maakt gebruik van een combinatie van inzichten uit de orthodoxe neoklassieke economie, de agency-theorie en het idee van efficiënte markten. Het is gebaseerd op een intuïtie die teruggaat tot de onzichtbare hand van Adam Smith: via vrije mededinging zorgt het prijsmechanisme ervoor dat economische spelers die hun eigenbelang nastreven voor een collectief optimale uitkomst zorgen.

Het grootste bezwaar tegen deze intuïtie is dat ze niet opgaat voor sociale dilemma's. Sociale dilemma's, zoals het bekende *prisoners dilemma*, zijn situaties waarin er een conflict is tussen het eigenbelang en het collectieve belang. Speltheorie toont aan dat het nastreven van eigenbelang in sociale dilemma's juist tot een collectief suboptimale uitkomst leidt.

Dit inzicht is van groot belang voor discussies over ondernemingsbestuur, omdat ondernemingen in essentie oplossingen zijn voor sociale dilemma's. Bedrijven bestaan omdat een team vaak meer waarde kan creëren dan de som van de waarde die de leden van het team zouden creëren als ze zich zouden beperken tot individuele productie (Alchian en Demsetz, 1972). Teamproductie leidt tot meer waarde door complementariteiten tussen de inputs van de verschillende teamleden (1+1=3). Maar juist die complementariteiten leiden tot een sociaal dilemma, want wie is

in welke mate verantwoordelijk voor de additionele waarde die het team produceert?

Het gevolg van complementariteiten is dat de marginale productiviteit van individuele teamleden niet langer kan worden vastgesteld en beloond. Met andere woorden, in de context van teamproductie zijn individuele beloningsprikkelers niet efficiënt. Dat leidt tot twee problemen: als er van tevoren afspraken worden gemaakt over de verdeling van de extra waarde die de teamleden samen creëren (bijvoorbeeld door middel van een teambonus) dan opent dat de deur voor *shirking*, maar als er achteraf over moet worden onderhandeld dan opent dat de deur voor *rent seeking* en *hold-up* (Blair en Stout, 1999).

Het Nederlandse model van ondernemingsbestuur is een efficiënte oplossing voor het creëren van waarde door middel van teamproductie

Allereerst het probleem van *shirking*. Als teamproductie tot extra waarde leidt en als er over de verdeling van die extra waarde van tevoren afspraken zijn gemaakt, dan krijgt de extra waarde het karakter van een publiek goed. Op basis van de aanname dat mensen positief nut ontleenen aan inkomen en vrije tijd, is het in het eigenbelang van ieder van de teamleden om zich net iets minder in te spannen dan de overige teamleden: als lid van het team kunnen ze toch niet worden uitgesloten van de beloning voor het teamresultaat. Maar als alle teamleden naar hun eigenbelang handelen, zal uiteindelijk het voordeel van teamproductie slechts gedeeltelijk, of zelfs helemaal niet, worden gerealiseerd.

Dan het probleem van *rent seeking* en *hold-up*. Dit zijn problemen die gepaard gaan met *asset-specific investments*. Waardecreatie in teamproductie hangt vaak af van de bereidheid van stakeholders om bedrijfsspecifieke investeringen in de onderneming te doen. Als de verdeling van de extra waarde die zulke bedrijfsspecifieke investeringen opleveren pas achteraf wordt vastgesteld, maakt dit de stakeholders die deze investeringen doen kwetsbaar voor *hold-up* van andere stakeholders. Een rationele speler zal zulke investeringen daarom zo veel mogelijk proberen te vermijden, met wederom nadelige gevolgen voor de hoeveelheid waarde die de onderneming kan creëren.

Op basis van deze bij uitstek economische inzichten komen Blair en Stout (1999) tot de conclusie dat de meest efficiënte oplossing voor het creëren van waarde door middel van teamproductie is om een onafhankelijk bestuursorgaan in het leven te roepen dat géén economische belang in de onderneming heeft en waaraan alle stakeholders de controle over hun bedrijfsspecifieke investeringen overdragen, alsmede de autoriteit om te beslissen hoe de door het team gegenereerde winst verdeeld zal worden. Dit bestuursorgaan moet ervoor zorgen dat stakeholders

die bedrijfsspecifieke investeringen doen, erop kunnen vertrouwen dat hun belangen in ogenschouw zullen worden genomen. Deze oplossing beschrijft uitstekend het traditionele Nederlandse model van een autonoom bestuur dat wordt gecontroleerd door een onafhankelijke raad van commissarissen.

**ALTERNATIEF FEIT DRIE:
MENSELIJK GEDRAG WORDT UITSLUITEND
GEDREVEN DOOR EIGENBELANG**

Het derde alternatieve feit is het meest fundamentele. Wat Blair en Stout niet verklaren is waarom een systeem met een onafhankelijk bestuursorgaan überhaupt zou werken. Een van de bezwaren van Jensen (2007) tegen een stakeholderbenadering is juist dat het managers en bestuurders alle ruimte geeft om ongecontroleerd hun eigenbelang na te jagen. Dit bezwaar is gebaseerd op een van de basisaannames van veel economische theorie in het algemeen, en van de agency-theorie in het bijzonder, namelijk dat menselijk gedrag uitsluitend wordt gemotiveerd door eigenbelang. Als dit werkelijk zo zou zijn, dan is het inderdaad moeilijk te begrijpen dat zoiets als een onafhankelijke raad van commissarissen een werkbaar model is: waarom zouden commissarissen in plaats van hun eigenbelang het belang van de onderneming en hun stakeholders dienen?

Gedragsonderzoek toont aan dat het nastreven van eigenbelang weliswaar een belangrijk, maar zeker niet het enige onderdeel van de menselijke psychologie is dat relevant is in de context van economische relaties (Bowles, 2006); fairness-overwegingen, ontvankelijkheid voor sociale normen en vertrouwen spelen ook een belangrijke rol. Dat menselijke psychologie uit meer bestaat dan het nastreven van eigenbelang is op zich al een belangrijk inzicht voor het denken over ondernemingsbestuur, maar het belang daarvan wordt nog versterkt door een ontwikkeling in de moraalpsychologie, waar het ontstaan van moraliteit recentelijk verklaard wordt uit de evolutionaire noodzaak om het spanningsveld tussen individueel en collectief belang in sociale dilemma's op te lossen (Greene, 2014; Tomasello, 2016). Met andere woorden: het deel van

onze psychologie dat Adam Smith onze *moral sentiments* noemde, is bij uitstek bedoeld om ons in staat te stellen om zoiets als teamproductie te realiseren.

We staan nog maar aan het begin van het proces om op basis van deze inzichten een alternatief voor het traditionele *homo-economicus*-model te ontwikkelen en dat op het bestuur en inrichting van bedrijven toe te passen (Stoelhorst, 2017; Stoelhorst en Richerson, 2013). Maar één conclusie kan al wel worden getrokken. Als juist onze moraliteit ons in staat stelt om sociale dilemma's op te lossen, dan moeten we in de context van ondernemingen dat aspect van onze psychologie zo veel mogelijk aanspreken. Deze conclusie sluit naadloos aan op de basisgedachte van de stakeholdertheorie: dat ethische bedrijfsvoering transactiekosten verlaagt (Jones, 1995).

Ethische bedrijfsvoering is des te meer van belang omdat neurologisch onderzoek suggereert dat de cognitieve processen die moreel gedrag aansturen, antagonistisch zijn ten opzichte van de processen die gedrag aansturen dat is gericht op eigenbelang (Lieberman, 2013). Met andere woorden: als het menselijk brein op eigenbelang getriggerd wordt, dan neemt de moraliteit die nodig is voor het oplossen van sociale dilemma's af. In de bedrijfswetenschappen is al langer kritiek op het idee dat ondernemingen zouden moeten worden ingericht alsof mensen voldoen aan het theoretische beeld van de *homo economicus*. Bedrijven die op basis van dit beeld worden bestuurd, creëren een *self-fulfilling prophecy*: door nadruk op financiële beloningen te leggen, zullen hun stakeholders zich ook inderdaad meer op hun eigenbelang gaan richten (Ghoshal en Moran, 1996). Het gevolg is dat het sociale dilemma van teamproductie niet wordt opgelost maar vergroot (Bridoux en Stoelhorst, 2016).

Een stakeholderbenadering van ondernemingsbestuur leidt dan ook tot een heel andere visie op beloning dan de agency-theorie. Sterke individuele financiële prikkels lossen het centrale probleem van ondernemingsbestuur – het faciliteren van teamproductie – niet op, maar vergroten het juist. En om hun onafhankelijkheid te waarborgen moet de beloning van de leden van de raad van bestuur en de raad

Twee benaderingen van ondernemingsbestuur

TABEL 1

	Shareholderbenadering	Stakeholderbenadering
Theoretische uitgangspunten		
Principaal	Aandeelhouders	Stakeholders
Doel	Maximaliseren van aandeelhouderswaarde	Maximaliseren van teamproductie
Mensbeeld	<i>Homo economicus</i>	<i>Homo sapiens</i>
Praktische implicaties		
Rol van managers	In belang van aandeelhouders handelen	Managers dienen de belangen van alle stakeholders te wegen
Bron van inefficiënties	Agencykosten die voortvloeien uit belangentegenstelling tussen aandeelhouders en managers	Sociaal dilemma inherent aan teamproductie
Rol van beloningssystemen	Sterke financiële prikkels verlagen agencykosten	Sterke financiële prikkels vergroten het sociale dilemma van teamproductie

van commissarissen al helemaal niet gerelateerd worden aan de belangen van één groep stakeholders, zoals de aandeelhouders. Dat zal het vertrouwen van andere stakeholders dat hun belangen in redelijkheid zullen worden gewogen schaden en teamproductie ondermijnen.

CONCLUSIE

Tabel 1 geeft een overzicht van de argumenten. De shareholderbenadering van ondernemingsbestuur correspondeert niet met de wet en leidt niet tot het maximaliseren van collectieve welvaart. De bron van onze welvaart is tweeledig: welvaart vloeit voort uit specialisatie en uit complementariteiten tussen gespecialiseerde inputs in teams. Complementariteiten leiden tot wederzijdse afhankelijkheden waardoor sociale dilemma's ontstaan. Het doel van ondernemingsbestuur is om die dilemma's op te lossen.

De aandeelhouderswaardedoctrine vergroot die dilemma's: door het primaat bij de belangen van aandeelhouders te leggen, wordt de perceptie van een gemeenschappelijke onderneming waarin recht wordt gedaan aan de belangen van alle stakeholders ondermijnd. Dat leidt tot inefficiënties omdat die perceptie cruciaal is voor het instandhouden van teamproductie.

De stakeholderbenadering van ondernemingsbestuur benadrukt juist het gemeenschappelijke karakter van de onderneming. Daarmee is het in lijn met de wet, zowel in Nederland als in de bakermat van het aandeelhoudersdenken, de Verenigde Staten. De stakeholderbenadering lost het sociale dilemma van teamproductie op door middel van een onafhankelijke raad die erop toeziet dat bestuurders de belangen van alle stakeholders in redelijkheid afwegen. Juist de onafhankelijkheid van de raad geeft stakeholders het vertrouwen dat noodzakelijk is om de bedrijfsspecifieke investeringen te doen en zo de maximale vruchten van teamproductie te plukken.

De stakeholderbenadering appelleert expliciet aan dat deel van onze psychologie dat ons menselijk maakt, namelijk onze moraliteit. Het doet daarmee recht aan het feit dat ondernemingen niet alleen economische maar ook sociale entiteiten zijn, en het erkent dat het juist het sociale en morele karakter van ondernemingen is dat mensen in staat stelt om de sociale dilemma's van teamproductie op te lossen. In dat licht zijn sterke individuele beloningsprikkelers, in het bijzonder voor bestuurders, geen onderdeel van de oplossing maar van het probleem.

LITERATUUR

- Alchian, A.A. en H. Demsetz (1972) Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, 62(5), 777–795.
- Blair, M.M. en L.A. Stout (1999) A team production theory of corporate law. *Virginia Law Review*, 85(2), 247–328.
- Boot, A.W.A. (2009) *De ontwortelde onderneming: ondernemingen overgeleverd aan financiers?* Assen: Van Gorcum.
- Bowles, S. (2008) Policies designed for self-interested citizens may undermine 'The Moral Sentiments': evidence from economic experiments. *Science*, 320(5883), 1605–1609.
- Bridoux, F. en J.W. Stoelhorst (2016) Stakeholder relationships and social welfare: a behavioral theory of contributions to joint value creation. *Academy of Management Review*, 41(2), 229–251.
- Friedman, M. (1970) The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 32 (13 september).
- Ghoshal, S. en P. Moran (1996) Bad for practice: a critique of the transaction cost theory. *Academy of Management Review*, 21(1), 13–47.
- Greene, J.D. (2014) *Moral tribes: emotion, reason, and the gap between us and them*. New York: Penguin Press.
- Hill, C.W.L. en T.M. Jones (1992) Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131–154.
- Jensen, M.C. (2002) Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235–256.
- Jensen, M.C. (2007) Non-rational behavior, value conflicts, stakeholder theory, and firm behavior. *Business Ethics Quarterly*, 18(2), 167–171.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jones, T.M. (1995) Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics. *The Academy of Management Review*, 20(2), 404–437.
- Jongh, J.M. de (2014) *Tussen societas en universitas: de beursvennootschap en haar aandeelhouders in historische perspectief*. Proefschrift, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Kroeze, M.J., L. Timmerman en J.B. Wezeman (2017) *De kern van het ondernemingsrecht*, 4e druk. Deventer: Wolters Kluwer.
- Lieberman, M.D. (2013) *Social: why our brains are wired to connect*. Oxford: Oxford University Press.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2016) *De Nederlandse corporate governance code* (8 december).
- Stoelhorst, J.W. (2017) Better than rational: a naturalistic view of economic governance. *Complexity, Governance & Networks*. 7–21. DOI: 10.20377/cgn-39 (open access).
- Stoelhorst, J.W. en P.J. Richerson (2013) A naturalistic theory of economic organization. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 90(supplement), S45–S56.
- Stout, L.A. (2002) Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy. *Southern California Law Review*, 75(5), 1189–1210.
- Stout, L.A. (2012) *The shareholder value myth: how putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. San Francisco: Berrett-Koehler.
- Tomasello, M. (2016) *A natural history of human morality*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

De drie misvattingen

- ▶ Aandeelhouders zijn de eigenaren van de onderneming.
- ▶ Maximaliseren van aandeelhouderswaarde is efficiënt.
- ▶ Menselijk gedrag wordt gedreven door eigenbelang alleen.

Maatschappelijk toezicht op overnames is dringend gewenst

Overnames zijn zelden succesvol en leiden tot hoge maatschappelijke kosten. De invoering van een jaar wettelijke bedenktijd bij vijandige overnames kan helpen om de kosten van overnames te beperken, maar verdergaande ingrepen in de overnamemarkt en in ondernemingen zijn nodig om maatschappelijke belangen te beschermen.

BEN DANKBAAR

Emeritus hoogleraar
aan de Radboud
Universiteit
Nijmegen

HANS SCHENK

Hoogleraar aan de
Universiteit Utrecht
en kroonlid van de
Sociaal-Economi-
sche Raad

Recent bepleitte minister Kamp van Economische Zaken in een brief aan de Tweede Kamer (2017) meer bescherming van bedrijven tegen buitenlandse overnames. Eerder pleitte hij al voor bescherming van 'vitale' ondernemingen tegen dergelijke overnames. Dit zijn voorstellen die nogal afwijken van de koers die afgelopen decennia is gevaren. Onder invloed van het Angelsaksische en neoliberale denken werden beschermingsconstructies juist afgebouwd en werd ruim baan gemaakt voor activistische beleggers.

Een vrije overnamemarkt zorgt immers voor disciplinerende van bestuurders, zo stelt Marris (1964) in een invloedrijk leerstuk uit de economische theorie. In een vrije overnamemarkt kunnen bestuurders worden vervangen via de zogenaamde *market for corporate control*. Dit zorgt ervoor dat activa op de meest efficiënte wijze worden benut. Als ondernemingen activa onderbenut laten, zullen investeerders of andere ondernemingen proberen deze in handen te krijgen om ze efficiënter te benutten en zo winst te maken. Tegelijk realiseren de bestuurders van ondernemingen zich dat zij het risico lopen om naar de zijlijn te worden gemanoeuvreerd indien zij niet de maximale productiviteit uit de aan hen ter beschikking gestelde activa weten te halen. Dit overnamerisico houdt hen bij de les, althans volgens de theorie van Marris.

Uit deze theorie vloeit voort dat de overheid alles in het werk moet stellen om de overnamemarkt zo vrij mogelijk zijn gang te laten gaan, want dat draagt bij aan de welvaart. Dat is dan ook wat in Europa met de introductie van de Overnamerichtlijn uit 2004 wordt beoogd. De inzet van deze richtlijn, tot stand gekomen na een advies van experts onder leiding van Jaap Winter, was de afschaffing van allerlei constructies die bedrijven hadden bedacht om zich te beschermen tegen overnames. Het Europees Parlement zwakte de ideeën van Winter et al. (2002) weliswaar behoorlijk af (met als belangrijkste gevolg dat vele reeds bestaande beschermingsconstructies overeind mochten blijven), maar de basisgedachte bleef onaangetast: beschermingsconstructies zouden eigenlijk onmogelijk moeten worden gemaakt, want zij belemmeren de efficiënte werking van de overnamemarkt.

OVERNAMES IN DE PRAKTIJK

In de praktijk blijken de in de theorie genoemde voordelen van marktwerking helaas zelden omgezet te kunnen worden in daadwerkelijke voordelen. En soms is het ook de vraag of de argumenten wel de lading dekken, vooral wanneer we het hebben over overnames waarmee honderden miljoenen tot wel tientallen miljarden in het spel zijn. Vaak spelen geheel andere argumenten, waarvan de spelers zelf doorgaans niet reppen en/of waarvan ze zich wellicht zelfs niet eens bewust zijn. Dat blijkt wanneer we overnames (en fusies) als een verschijnsel analyseren in plaats van uitsluitend stil te staan bij individuele gevallen.

Overnamegolven

Opvallend is, in de eerste plaats, dat overnames in sterk geclusterde vorm optreden. Gemeten over de laatste ruim honderd jaar hebben we zes overnamegolven gezien, telkens met een duur van zes à zeven jaren (1897–1904; 1927–1933; 1967–1973; 1981–1987; 1995–2001; 2003–2008), terwijl er sinds 2014 wellicht sprake is van

een zevende. Tijdens zo'n golf explodeert het aantal overnames binnen enkele jaren tot wel het tienvoudige, om na het bereiken van de piek weer even snel af te nemen als het groeide (Town, 1992; Kummer en Steger, 2008). Waarom overnamegolven precies ontstaan is voor veel economen een raadsel (Brealey et al., 2015). Ze hangen niet systematisch samen met factoren als rentevoet, conjunctuur, beursklimaat of technologische ontwikkeling. Overnamegolven worden wel steeds voorafgegaan door economische bloei, maar periodes van economische bloei worden niet telkens gevolgd door een overnamegolf. De financierbaarheid van overnames lijkt dus wel een noodzakelijke maar geen voldoende voorwaarde.

Veel overnames mislukken

In de tweede plaats is opvallend dat verreweg de meeste overnames niet bij machte zijn om voor de overnemende partij meer aandeelhouderswaarde te scheppen dan zonder de overname het geval zou zijn geweest (deze laatste situatie, veelal aangeduid als de *counterfactual*, betreft de waarde die in een genormaliseerde controlegroep wordt gescoord). Aandeelhouderswaarde is natuurlijk 'slechts' een kwestie van perceptie: het is de waarde van een onderneming in de ogen van beleggers. Maar ook op het vlak van reële productiviteit, winstgevendheid, marktaandeelgroei en innovativiteit blijken overnemende bedrijven vaak achter te blijven bij wat zonder overname zou zijn gerealiseerd (zie Schenk (2006) voor een bespreking van de circa vijftig belangrijkste studies). We spreken hier overigens over gemiddelde prestaties: uiteraard zijn er ook succesvolle overnames, maar het leeuwendeel, naar ruwe schatting zo'n 75 procent, mislukt – iedere overnamegolf weer opnieuw.

OVERNAMEPARADOX

Overnames zijn dus explosieve verschijnselen. Hun optreden kan vaak niet verklaard worden door fundamentele economische factoren (waardoor ze ook moeilijk voorspelbaar zijn). En ze mislukken grotendeels. Deze bevindingen confronteren ons met een raadsel: als zo veel overnames stelselmatig mislukken, waarom zijn ze dan soms zo enorm populair? Economische onderzoekers spreken hier van de overnameparadox.

Epidemie

Voortbordurend op het werk van Shiller (1984) kan een passende verklaring voor de empirisch vastgestelde patronen gevonden worden in wat in medische kringen een 'epidemie' genoemd wordt. In een epidemie steken besmette personen elkaar aan. Dat proces verloopt exponentieel. Een overname-epidemie kan ontstaan louter en alleen omdat bedrijven niet het risico durven nemen dat zij als enige een kans missen, veel kleiner worden dan hun concurrenten of, nog erger, zelf doelwit worden. Overnames vinden in dat geval vooral plaats omdat andere overnames plaatsvinden. Op het moment dat een overnamegolf om zich heen begint te grijpen, springen bovendien allerlei overnamemakelaars erop in, aangevuurd door (vooral) Amerikaanse investeringsbanken. Het uitblijven van waardecreatie fungeert uiteindelijk als een tegenkoppeling, waardoor de overnamegolf weer implodeert (Péli en Schenk, 2015).

MAATSCHAPPELIJKE KOSTEN

Terwijl overnames dus vaak mislukken en waarschijnlijk weinig te maken hebben met een gezonde speurtocht naar waarde, hebben zij bovendien hoge maatschappelijke kosten. Overnamegolven eindigen telkens in een recessie en een enkele keer zelfs, zoals begin jaren dertig en in 2008, in een ernstige crisis (Schenk, 2005). Dit komt doordat de meeste overnames bijna gelijktijdig plaatsvinden, waardoor het uitblijven van waardecreatie een systemisch effect heeft: bedrijven komen er ook bijna gelijktijdig achter dat hun overnames mislukt zijn. Ze gaan dan proberen hun zaken weer op orde te krijgen. Dat gebeurt vaak door rationalisaties, bezuinigingen op arbeidsvoorwaarden en speur- en ontwikkelingswerk (R&D) of afstotingen van

Het huidige concentratietoezicht is een wassen neus en houdt geen rekening met de grote maatschappelijke kosten van overnames

eerdere acquisities tegen prijzen die flink lager zijn dan de bedragen die er bij verwerving voor werden betaald. Gelet op de duizenden miljarden die in een paar jaar gespendeerd zijn aan economisch nutteloze investeringen, moet aangenomen worden dat dit proces groot genoeg is om een economie in een recessie te duwen. De maatschappelijke kosten zijn dan aanzienlijk. Wanneer de overnamegolf gefinancierd is met allerlei speculatieve financiële producten, zoals bij de overnamegolven van 1927 en 2003 het geval was, dan kan dit bovendien leiden tot een omvangrijke herverdeling van rijkdom van arm naar rijk, zeker als de overheid zich genooddaakt ziet in te grijpen.

MAATSCHAPPELIJK TOEZICHT

Het huidige concentratietoezicht houdt geen rekening met deze maatschappelijke kosten. Afhankelijk van de omvang van de betrokken bedrijven en de mate waarin ze grensoverschrijdend actief zijn, moeten de Nederlandse Autoriteit Consument & Markt of de Europese Commissie toestemming geven voor fusies en overnames. Zo heeft de Europese Commissie sedert de invoering van het concentratietoezicht in 1989 ongeveer 6.500 overnames moeten beoordelen. Deze toezichthouders kijken echter slechts naar mogelijke gevolgen voor de consument, dat wil zeggen naar de kans dat de fusie-onderneming op de markt misbruik zal kunnen maken van de verworven machtspositie. Effecten op het algemeen belang worden in dit verband niet relevant geacht. Bovendien worden fusies of overnames vrijwel nooit verboden, mede omdat de mogelijke gevolgen voor de consument vrijwel nooit te bewijzen zijn voordat ze zich daadwerkelijk manifesteren. Hoogstens moeten soms enkele minder belangrijke bedrijfsonderdelen aan concurrenten verkocht

worden, maar dat is meer voor de bühne dan dat het een economisch doel dient (Angelov et al., 2017). De burger denkt dat in Brussel of Den Haag gewaakt wordt tegen schadelijke fusies en overnames, maar niets is minder waar.

Tegenmacht

Het concentratietoezicht dat we nu kennen is dus feitelijk een wassen neus. Oorspronkelijk was dit heel anders bedoeld. Het mededingingsbeleid dat voor het eerst ruim een eeuw geleden in de Verenigde Staten tot ontwikkeling kwam, werd geleid door de gedachte dat grote ondernemingen een ongewenst grote maatschappelijke macht konden opbouwen en daarmee een bedreiging konden vormen voor de democratie. Juist omdat die grote onder-

Terwijl aandeelhouders veelal passanten zijn, dragen werknemers bij aan het succes op de lange termijn

nemingen er toch zijn gekomen, wees de toen invloedrijke econoom John Kenneth Galbraith in de jaren vijftig op het belang van *countervailing powers*: sterke vakbonden, organisaties van het midden- en kleinbedrijf en andere maatschappelijke organisaties, die in economie en politiek de nodige tegenmacht konden vormen (zie bijvoorbeeld Reich, 2016). De overheid moest dergelijke tegenmachten steunen om de democratie te verstevigen.

Toetsing

Ook in Europa was de discussie aanvankelijk geïnspireerd door grotere dan slechts mededingingsbelangen. Zo memoreert Schwartz (1993) dat sociale factoren, effecten op de werkgelegenheid, industriepolitieke belangen, en effecten op de regionale economie bovenaan de agenda stonden. Gaandeweg verdween het algemene belang van de agenda en werd het concentratietoezicht uitsluitend gericht op het consumentbelang. Gelet op de hoge maatschappelijke kosten is het nu hoog tijd dat het concentratietoezicht zodanig wordt aangepast dat het ons kan beschermen tegen wat gerust perverse overnames genoemd mogen worden, door overnames niet, of niet uitsluitend, te onderwerpen aan een consumententoets maar (ook) aan een bedrijfseconomische efficiëntietoets en een toets op maatschappelijke wenselijkheid. Wat betreft dit laatste punt hoort ook maatschappelijk verantwoord ondernemen meegenomen te worden. Waarom zou een overnemende partij die bewezen heeft zich weinig gelegen te laten liggen aan milieu en klimaat niet in het algemeen belang de weg versperd mogen worden? Voor de beoordeling hiervan kan onder andere gebruik gemaakt worden van de tegenwoordig frequent uitkomende classificaties van ondernemingen naar hun maatschappelijke verantwoorde-

lijkheid (bijvoorbeeld van Dow Jones en Sustainalytics).

Het is bovendien nuttig om niet alleen overnames te toetsen die door sommige betrokkenen als 'vijandig' worden betiteld, maar alle overnames die de potentie hebben om de maatschappij op hoge kosten te jagen. Dewey (1996) en Mueller (1997) suggereren dat een maatschappelijke toets zou kunnen gelden voor alle overnames die op touw worden gezet door ondernemingen die groot genoeg zijn om de *Fortune* 500 te halen of voor overnames van ten minste zeshonderd miljoen dollar. Dat lijken verstandige drempels. De tijden dat organisatorische en technische schaalvoordelen op dit niveau nog een rol zouden kunnen spelen, liggen immers al lang achter ons. De mogelijke voordelen voor de consument spelen dan ook geen rol van betekenis, maar de gevolgen van dergelijke overnames in termen van economische en maatschappelijke macht, zichtbaarheid en invloed op beleid van brancheorganisaties en overheden, kunnen niet verwaarloosd worden. Kleinere overnames, die geen systemisch effect hebben, kunnen buiten beschouwing worden gelaten opdat de toezichhouders zich kunnen focussen op de overnames die er maatschappelijk echt toe doen.

BETREK STAKEHOLDERS

Naast de maatschappelijke kosten van overnames, zijn er ook op bedrijfseconomisch niveau argumenten voor meer maatschappelijk toezicht. Zo is de huidige overnametheorie uitsluitend gericht op de belangen van aandeelhouders. De theorie veronderstelt dat de belangen van aandeelhouders (de principalen) en die van bestuurders (de door de principalen 'ingehuurde' agenten) uiteenlopen. De aandeelhouders houden bestuurders in toom door de hulp in te roepen van het overnamemechanisme.

Het is echter de vraag of het logisch is om de principaal-agenttheorie als uitgangspunt te nemen. Zo stellen Blair en Stout (1999) dat een teamproductiemodel, waarin als uitgangspunt wordt genomen dat vele partijen bijdragen aan de creatie van waarde in de onderneming, een veel betere weergave vormt van de feitelijke situatie in ondernemingen. Zij betogen daarom dat er geen reden is om ervan uit te gaan dat het surplus aan waarde (*rent*) dat overblijft als alle betrokkenen hun beloning hebben gehad (lonen, rente, winst), automatisch aan de aandeelhouders toekomt. Daarmee bouwen zij voort op het werk van Berle en Means (1932), die stelden dat de scheiding tussen eigendom en beheer (*control*) impliceert dat aandeelhouders niet als enigen aanspraak kunnen maken op de opbrengsten van de onderneming. Terwijl aandeelhouders, en in mindere mate bestuurders, veelal te zien zijn als passanten, dragen de inzet van werknemers en maatschappelijke investeringen immers vaak bij aan het succes van de onderneming op de lange termijn (Blair, 1995).

Vanuit het perspectief van het teamproductiemodel zou het daarom logisch zijn om de ondernemingsraad als vertegenwoordiger van het personeel het wettelijk recht te geven om onder bepaalde voorwaarden een overname tegen te houden indien die niet in het belang van de onderneming is.

In het verlengde daarvan zou het voor de hand liggen om werknemers en de maatschappij mee te laten profiteren

van overnames die wel in het belang van de onderneming zijn. Een deel van de waarde van het overgenomen bedrijf zou, als het zo ver komt, voor een periode van vijf of tien jaar opzij gezet kunnen worden voor afvloeiingsregelingen en scholingsprogramma's. Iets soortgelijks zou kunnen gelden voor de middelen die de maatschappij, bijvoorbeeld via overheidssubsidies voor R&D, in het bedrijf heeft gestoken. Waarom zou de samenleving die subsidies, of een deel ervan, niet kunnen terugvorderen door een extra belasting te heffen over de overnamesom?

TOT BESLUIT

Door sommigen is gesteld dat het voorstel van minister Kamp om ondernemingen via een wettelijke bedenktijd te beschermen tegen vijandige overnames het gevaar met zich meebrengt dat bestuurders van het doelwit zich zullen proberen te verschansen. Het gaat dan niet om bescherming van het bedrijfsbelang, maar om te voorkomen dat bestuurders door een overnemende partij gewipt worden. Het valt niet uit te sluiten dat zulke motieven een rol spelen, maar gezien het grote aantal mislukkingen van overnames waarbij men zich niet heeft verzet, kan dit nauwelijks een serieus bezwaar zijn. Invoering van een verplichte bedenktijd is van belang omdat het de mogelijkheid creëert om het epidemisch karakter van de meeste overnames wat te dempen, zonder economisch zinvolle overnames ook maar een strobreed in de weg te leggen. Handhaving, respectievelijk verlenging, van de werkingsduur van bestaande beschermingsconstructies en versoepeling van de mogelijkheid om nieuwe beschermingsconstructies in te voeren, zouden eveneens goed kunnen bijdragen aan normalisering van de overnamemarkt.

Wat wel vaak voorkomt, is dat bestuurders zich aan alle kanten hebben ingedekt voor het geval dat hun onderneming wordt overgenomen. Vaak kunnen zij ook een forse bonus incasseren indien een overname gerealiseerd wordt – en dat geldt zowel voor bestuurders van de overnemende als voor de doelwitpartij. Het valt moeilijk te bewijzen, maar het is goed mogelijk dat deze beloningen een nuchtere economische analyse in de weg staan. Bestuurders van grote ondernemingen zijn wat dat betreft net mensen en ze gedragen zich net als zovele anderen wanneer ze een afweging moeten maken tussen persoonlijk belang en collectief belang. Toezichthouders, zowel de interne als de externe, zouden dan ook een breder mandaat moeten krijgen om namens de samenleving de rechten, plichten en belangen van alle stakeholders in hun overwegingen te betrekken. Niet alle fusies en overnames zijn onnuttig en irrationeel, maar het is hoog tijd dat de samenleving het oordeel daarover niet slechts overlaat aan aandeelhouders dan wel bestuurders.

LITERATUUR

- Angelov, P., S. Rosenkranz en H. Schenk (2017) Competitive effects of merger remedies in Europe's high-tech industry. *Journal of Competition Law and Economics*, te verschijnen.
- Berle, A.A. en G.C. Means (1932) *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.
- Blair, M.M. (1995) *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Blair, M.M. en L.A. Stout (1999) A team production theory of corporate law. *Virginia Law Review*, 85(2), 247–328.
- Brealey, R.A., S.C. Myers en F. Allen (2015) *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill.
- Dewey, D. (1996) Merger policy greatly simplified: building on Keynes. *Review of Industrial Organization*, 11(3), 395–400.
- Kummer, C. en U. Steger (2008) Why Merger and Acquisition (M&A) waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure. *Strategic Management Review*, 2(1), 44–63.
- Marris, R. (1964) *The economic theory of managerial capitalism*. Londen: Macmillan.
- Mueller, D.C. (1997) Merger policy in the United States: a reconsideration. *Review of Industrial Organization*, 12(5/6), 655–685.
- Péli, G. en H. Schenk (2015) Organizational decision-maker bias supports merger wave formation: demonstration with logical formalization. *Quality & Quantity. International Journal of Methodology*, 49(6), 2459–2480.
- Reich, R.B. (2016) *Saving capitalism for the many, not the few*. New York: Vintage Books.
- Schenk, H. (2005) Organisational economics in an age of restructuring, or: how corporate strategies can harm your economy. In: P. de Gijssel en H. Schenk (red.), *Multidisciplinary Economics*. Dordrecht: Springer, 333–365.
- Schenk, H. (2006) Mergers and concentration policy. In: P. Bianchi en S. Labory (red.), *International handbook of industrial policy*. Cheltenham: Edward Elgar, 153–179.
- Schwartz, E. (1993) Politics as usual: the history of European Community merger control. *Yale Journal of International Law*, 18(2), 607–652.
- Shiller, R.J. (1984) Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1984(2), 457–498.
- Town, R.J. (1992) Merger waves and the structure of merger and acquisition time-series. *Journal of Applied Econometrics*, 7(S1), S83–S100.
- Tweede Kamer (2017) Overnames van bedrijven. Kamerbrief, AEP / 17065616.
- Winter, J., J. Schans Christensen, J.M. Garrido Garcia et al. (2002) *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids*. Brussel, Europees Parlement.

In het kort

- ▶ Overnames vinden vaak plaats in economisch onverklaarbare golven en mislukken grotendeels.
- ▶ Bezuinigingen na het mislukken van overnames zorgen voor hoge maatschappelijke kosten.
- ▶ Om ongewenste machtsvorming te beperken hebben interne en externe toezichthouders een breder mandaat nodig.

In de delta van het Rijnland

Op bijzondere momenten wordt in Nederland met zekere indringendheid bevestigd dat wij van het Rijnlandse model zijn. Daarmee wordt gedoeld op een corporate-governance-model waarin alle in aanmerking komende belangen worden afgewogen en het aandeelhoudersbelang niet bij voorbaat overheerst. Dat laatste, zo is de gedachte, gebeurt wel in het Angelsaksische model. Dit beroep op het Rijnlandse model wordt vooral gedaan wanneer onze beursvennootschappen met overname, al dan niet vijandig, worden bedreigd, zoals dit voorjaar met Unilever en AkzoNobel gebeurde. Daarbuiten, in vreedstijd, wordt het Rijnlandse model niet zo heel krachtig beleden. In werkelijkheid is bij de meeste Nederlandse beursvennootschappen de oriëntatie in overheersende mate gericht op het creëren van aandeelhouderswaarde. Zij ervaren de voortdurende druk van beleggers om voor hen waarde te creëren. Dat zien we terug in het beloningsbeleid voor bestuurders, waar het al dan niet realiseren van *total shareholder return* een dominante target is voor de langetermijnbeloning. We zien het ook in de manier waarop de ondernemingsleiding investeringsvoorstellen beoordeelt, doorgaans door te beoordelen of en op welke termijn de investering aandeelhouderswaarde genereert. De andere belanghebbende die in het Nederlandse model een zekere positie heeft verworven, de werknemer, komt er in vreedstijd bekaaid van af. In veel sectoren wordt werk voortdurend weggerationaliseerd, met grote ontslagrondes, omdat productie wordt verplaatst naar lagelonenlanden, of omdat met moderne technologie de productie in belangrijke mate goedkoper kan met minder mensen, of simpelweg om in de kosten te snijden, steeds met het oogmerk om meer waarde voor aandeelhouders te genereren. De aandelenkoers veert op na de aankondiging. In de delta van het Rijnland is het model behoorlijk verwaterd.

In deze context wil de regering een regeling invoeren die, indien een overname dreigt van een Nederlandse beursvennootschap, de ondernemingsleiding een jaar de tijd geeft om alternatieven te ontwikkelen voordat aandeelhouders kunnen afdwingen dat de overnemende partij het voor het zeggen krijgt. De brief aan de Tweede Kamer doet een uitdrukkelijk beroep op het Rijnlandse model om de ondernemingsleiding meer ruimte en tijd te geven voor een afweging van alle belangen. Als we de initiatiefnemers van het voorstel echter horen, dan gaat het om niets anders dan te voorkomen dat de belangrijkste beursvennootschappen die we nog hebben in buiten-



JAAP WINTER

Voorzitter van het College van Bestuur
van de Vrije Universiteit Amsterdam

landse handen vallen. Het Rijnlandse model lijkt een gelegenheidsargument om een vesting om ons Hollandse bedrijfsleven te kunnen bouwen. Een dergelijke regeling zou in strijd kunnen zijn met het Europese vrije verkeer van kapitaal. De voorgestelde periode van een jaar zal voor eenieder in de praktijk meestal prohibitief werken en daardoor beleggers en hen die willen deelnemen in het bestuur van bedrijven ontmoedigen. Dat is het criterium dat het Europese Hof van Justitie hanteert om te beoordelen of een door de overheid genomen maatregel het vrij verkeer van kapitaal belemmert. Het behoud van economische activiteit in Nederland, waaronder waardevolle R&D, is onvoldoende rechtvaardiging voor een dergelijke maatregel volgens de jurisprudentie van het Hof.

Misschien vindt de Nederlandse overheid toch een manier om de ondernemingsleiding meer tijd te geven die past binnen het Europees recht. Welke gevolgen heeft dit voor de oriëntatie van het Nederlandse governance-model? Past het dan nog wel dat bestuurders zich in overheersende mate laten belonen op basis van het creëren van aandeelhouderswaarde? Moet het beloningsbeleid dan niet ook 'verrijnlandst' worden? Op het moment dat werkelijk keuzes moeten worden gemaakt, kiest de ondernemingsleiding immers voor de Rijnlandse oriëntatie, niet voor de hoogst mogelijke waarde voor aandeelhouders. Of, als het beloningsbeleid niet wordt verrijnlandst, is dat dan een reden dat de ondernemingsleiding bij een dreigende overname geen gebruik mag maken van de door de nieuwe wet geboden mogelijkheid om zich de bieder een tijd van het lijf te houden? En doordenkend, indien de ondernemingsleiding zelf een overname wil doen, moeten werknemers dan niet ook een tijd van bezinning kunnen invoeren om tot een betere belangenafweging te kunnen komen? Onderzoek laat consistent zien dat de meerderheid van bedrijfsovernames waarde vernietigt. Zij worden vaak bepleit met het behalen van synergievoordelen die vooral betekenen dat banen kunnen worden geschrapt. De ondernemingsraad ziet doorgaans weinig kans zich hiertegen te verzetten. En zou eenzelfde wachttijd niet ook door de ondernemingsraad moeten kunnen worden ingeroepen bij beëindiging van bedrijfsactiviteiten om kosten te reduceren?

Wanneer het zaak is in ons model de afweging van alle relevante belangen beter te waarborgen dan moet dat vooral in vreedstijd gebeuren en niet pas of alleen in oorlogstijd, die zich zelden voordoet. Dan wordt het misschien nog wel wat met ons Rijnlandse model.

Uit 1988: De overnamemarkt in theorie en praktijk

“De discussie over nut en toelaatbaarheid van beschermingsconstructies heeft de afgelopen tijd in ons land de gemoederen danig in beroering gebracht. [...] Het is duidelijk dat deze omslag in de belangstelling in sterke mate is gevoed door de verwoede overnamegevechten [...] die in die tussenliggende tijd hebben plaatsgevonden. Dit heeft bij velen een stellingname pro of contra minder bescherming uitgelokt, soms ook vergezeld van een emotionele ondertoon. [...]

Men kan ruwweg stellen dat voorstanders van minder bescherming relatief veel waarde zeggen te hechten aan de belangen van de aandeelhouders en aan een onbelemmerde werking van noodzakelijk geachte herschikkingsprocessen via de ‘market for corporate control’. Tegenstanders van minder bescherming plegen het eigenstandige karakter van de onderneming, de positie van directie en personeel, en het continuïteitsstreven te benadrukken. Veelal wordt ook gewezen op de gevaren van ‘corporate raiding’ en ‘asset stripping’, onder verwijzing naar in de Verenigde Staten voorkomende praktijken, waarbij ondernemingen worden opgekocht met de bedoeling om ze vervolgens te ontmantelen en leeg te plunderen. Ten slotte geven sommigen blijk van een onvervalst patriotisme als zij hun bezwaren tegen vermindering van de bescherming argumenteren met een anders te verwachten uitverkoop van nationale vlaggeschepen.

[...]

Binnen de economische wetenschap is zich een veld van studie aan het ontwikkelen dat zich bezighoudt met de ‘market for corporate control’, ook wel aangeduid als de overnamemarkt. Jensen en Ruback zien zo’n markt als ‘a market in which alternative managerial teams compete for the rights to manage corporate resources. [...]

Jensen en Ruback plaatsen [...] de bestaansreden van deze markt tegen de achtergrond van het inmiddels tamelijk ingeburgerde ‘agency’-paradigma, volgens hetwelk de relatie tussen aandeelhouder en manager het beste kan worden voorgesteld als die tussen een principaal en zijn gelastigde. De principaal delegeert een bepaalde discretionaire bevoegdheid aan de gelastigde, die op zijn beurt zo goed mogelijk moet presteren in het belang van de principaal, uiteraard tegen een bepaalde vergoeding. Aangezien er sprake is van onvolkomen informatie - de manager

beschikt veelal over meer en betere informatie omtrent de onderneming dan de aandeelhouder - is de gelastigde in de gelegenheid om niet strikt in het belang van zijn principaal te handelen, maar ook in zijn eigen belang.

[...]

Een goed functionerende ‘market for corporate control’ kan worden gezien als één van de disciplineringsmechanismen in de verhouding tussen management en aandeelhouders. Vanuit maatschappelijk oogpunt kunnen herschikkingen via de

overnamemarkt bijdragen aan een optimale allocatie van produktiemiddelen en van het daarin belichaamde vermogen. Het is echter niet altijd eenvoudig om vast te stellen of er sprake is van een werkelijke economische waardevermeerdering dan wel van een exploitatie van in de vermogensmarkt gelegen waardeeringsfouten. Daarom is het van belang dat overnametransacties met waarborgen zijn omgeven.”

Piet Moerland

Moerland, P.W. (1988) De overnamemarkt in theorie en praktijk. *ESB*, 73(3573), 848-853.



VAN ZANTEN

Roger Klaassen





De reactie van de beurs op de publicatie van niet-openbare shortposities

In januari publiceerde de Autoriteit Financiële Markten (AFM) abusievelijk de niet-publieke posities van shortsellers die speculeren op koersdalingen. Normaliter worden alleen grotere posities publiekelijk bekend gemaakt. Hoe reageerde de beurs op deze onverwachte nieuwe informatie?

**RIENTS
GALEMA**

Universitair docent
aan de Universiteit
Utrecht (UU)

**DIRK
GERRITSEN**

Universitair docent
aan de UU

Als je aandelen verkoopt die niet in je bezit zijn, wordt dat shortselling genoemd. Shortsellers lenen tegen een vergoeding aandelen van een andere partij met de belofte om de aandelen later weer terug te geven. Ze speculeren op een koersdaling door de geleende aandelen te verkopen, en ze hopen deze tegen een lagere prijs terug te kopen wanneer ze teruggegeven dienen te worden. Als de koers in de tussentijd is gedaald, behaalt de shortseller een positief rendement.

Op basis van Europese regelgeving dienen shortsellers vanaf 1 november 2012 hun posities te melden aan de lokale toezichthouder, wanneer een shortpositie groter of gelijk is aan 0,20 procent van het uitstaande aandelenkapitaal van een onderneming. Vanaf een positie van 0,50 procent maakt de AFM deze meldingen op dagelijkse basis openbaar.

Van dinsdagavond 24 januari tot woensdagochtend 25 januari 2017 heeft echter ook het niet-openbare shortsell-register abusievelijk op de website van de AFM gestaan. De publicatie van posities tussen 0,20 procent en 0,50 procent bood een unieke gelegenheid om de resultaten van eerdere studies op basis van de openbare shortsales te valideren wat betreft deze niet-openbare posities (kader 1). Bovendien bood het de kans om te analyseren hoe de beurs op deze nieuwe informatie reageerde. Aangezien shortsellers speculeren op koersdalingen en vaak goed geïnformeerde beleggers zijn (Gerritsen en Verdoorn, 2014), zou men kunnen

verwachten dat de koersen van bedrijven waar de shortsellers posities blijken te hebben, dalen. Gebeurde dit ook?

DATA EN METHODE

Om de reactie van de beurs te analyseren gebruiken we data uit het gepubliceerde shortsell-register, met daarin zowel publieke als niet-publieke meldingen van 1 november 2012 tot en met maandag 23 januari 2017. Hierin staan shortposities van 0,20 procent geregistreerd en elke 0,10 procent daarboven. Per beursgenoteerd bedrijf tellen we op dagelijkse basis de verschillende shortposities van de verschillende positiehouders op. We gebruiken Datastream voor koersgegevens (inclusief geherinvesteerd dividend) en marktwaardes voor elk aandeel, alsmede voor rendementsgegevens voor de AEX All Share index en de Nederlandse driemaandse staatsleningen.

Event study

Met een *event study* meten we de koersreactie na de publicatie van het niet-publieke register. In een regressieanalyse verklaren we het cumulatief buitengewoon rendement over 25, 26 en 27 januari 2017 (de drie dagen na bekendmaking) aan de hand van de opgebouwde publieke en niet-publieke shortposities. Ten behoeve van de verwachte rendementen is voor de alfa- en bètacoëfficiënten een schattingsperiode gebruikt van 21 januari 2016 tot en met 20 januari 2017.

We gebruiken twee verklarende variabelen die beide gebaseerd zijn op de uitstaande shortposities op de laatste dag (23 januari) in het bekendgemaakte register. De eerste variabele is het totaal van alle niet-publieke shortposities (shortposities tussen de 0,2 en 0,5 procent) per aandeel. De tweede variabele is het totaal van alle reeds bekende shortposities (shortposities groter dan 0,5 procent) per aandeel. Als er geen shortposities bekend zijn, dan worden deze variabelen als 'ontbrekend' gecodeerd, zodat we kunnen testen of aandelen met shortposities grotere buitengewone rendementen laten zien.

Shortselling en aandelenrendementen

KADER 1

Informatie over shortposities kan interessant zijn voor andere beleggers. Diether et al. (2009) toonden aan dat shortsellers over het algemeen positieve rendementen halen en negatieve toekomstige rendementen vaak goed voorspellen. Eerder al vonden Dechow et al. (2001) dat shortsellers aandelen verkochten waarvan de marktwaarde boven een door de auteurs berekende fundamentele waarde lag. Op basis van het openbare AFM-register lieten Gerritsen en Verdoorn (2014) zien dat shortsellers ook in Nederland vaak de aandelen selecteerden die achterblijven bij het beursgemiddelde.

De resultaten van Gerritsen en Verdoorn (2014) zijn gebaseerd op de publieke shortposities. Dit kader geeft een update van deze resultaten op basis van een langere tijdsperiode. Daarnaast kunnen we dankzij de AFM-publicaties nu tevens analyseren of kleinere – niet-publieke – shortposities ook gepaard gaan met rendementen die lager zijn dan die van de beursindex als geheel. Zowel de rendementen van publieke als van niet-publieke shortposities worden gewogen naar rato van de markt-

waarde die de posities vertegenwoordigen. Vervolgens creëren we twee portefeuilles die het gewogen gemiddelde rendement van geshorte aandelen meten. De eerste portefeuille is gebaseerd op publieke informatie en de tweede op niet-publiek bekende shortposities. Om te bepalen of de aandelen in de beide shortportefeuilles achterblijven bij het beursgemiddelde, berekenen we twee verschillende rendementen: een voor marktrendement gecorrigeerd rendement (model 1), en ook Jensens alfa, waarbij het rendement gecorrigeerd wordt voor de marktgevoeligheid (bèta) van de portefeuille (model 2).

Tabel 1 laat de dagelijkse buitengewone rendementen zien voor deze voor marktwaarde gewogen portefeuilles. In lijn met de resultaten van Gerritsen en Verdoorn (2014) vinden we dat de koersen van de aandelen waar shorthouders op speculeren achterblijven bij de beursindex als geheel: de shortportefeuille van publieke posities blijft 0,080 procent per dag achter bij het marktgemiddelde en die van de kleinere posities blijft met 0,032 procent achter.

Buitengewoon dagelijks rendement van shortportefeuilles, in procenten

TABEL 1

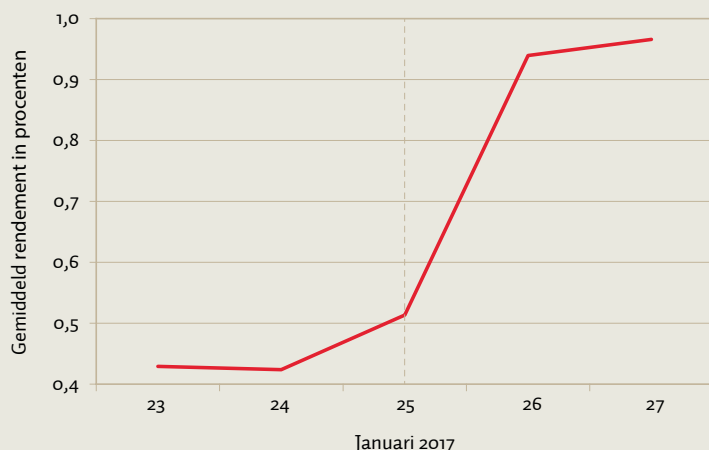
Portefeuille	Aantal aandelen ¹	Model 1	Model 2
Publieke shortposities	17,2	-0,080**	-0,082**
Niet-publieke shortposities	43,0	-0,032**	-0,035***

/ Significat op respectievelijk vijf- en eenprocentniveau

¹ Aantal aandelen is het gemiddelde aantal aandelen in de portefeuille over tijd

Cumulatief abnormaal rendement voor aandelen met niet-openbare shortpositie

FIGUUR 1



ANALYSE

Figuur 1 laat het gemiddelde totale buitengewone rendement zien van de aandelen waarvoor er een niet-openbare shortpositie bekend werd gemaakt. De figuur toont dit rendement wat betreft twee dagen vóór openbaarmaking (23 en 24 januari 2017), de dag van openbaarmaking (25 januari) en de twee erop volgende dagen (26 en 27 januari). Er is een – hoogstwaarschijnlijk aan toeval toe te schrijven – positief cumulatief rendement op de dagen voor de openbaarmaking van ruim 0,4 procent. Opvallend is de koersbeweging na de openbaarmaking: de koersen stijgen licht op 25 januari, toen het register weliswaar werd gepubliceerd maar het nog niet wijdverspreid was, maar vooral op 26 januari is de koersstijging fors en ook op 27 januari is er een koersstijging waar te nemen.

Cross-sectieanalyse

Tabel 2 laat de regressieresultaten zien waarbij het cumulatieve buitengewone rendement in de drie dagen (25, 26 en 27 januari 2017) na publicatie door de AFM (dinsdagavond 24 januari) als te verklaren variabele wordt gebruikt. Aandelen met grotere niet-publieke shortposities hebben een hoger buitengewoon rendement, maar dit effect is niet statistisch significant (kolom 1). Als we echter het effect van zowel niet-publieke als publieke shortposities analyseren voor een sample van aandelen met zowel niet-publieke als publieke shortposities, zijn de resultaten voor niet-publieke shortposities wel statistisch significant (kolom 2). Terwijl het buitengewoon rendement positief gerelateerd is aan de openbaarmaking van niet-publieke shortposities, boeken aandelen met publiekelijk bekende shortposities juist significante negatieve buitengewone rendementen. Deze resultaten zijn ook economisch significant. Ter illustratie: in kolom 2 is er een toename van niet-publieke shortposities met één standaarddeviatie (1,27 procent, ten opzichte van een gemiddelde van 2,04 procent) geassocieerd met een toename van buitengewoon rendement van 0,75 procent (ten opzichte van een gemiddeld buitengewoon rendement dat in deze regressie gelijk is aan 1,05 procent).

Paneldata-analyse

De resultaten in kolom 1 en 2 zijn gebaseerd op een cross-sectieanalyse. Om te controleren voor eventuele niet-geobserveerde heterogeniteit over de positiehouders, koppelen we de cross-sectie van aandelen aan positiehouders, zodat we kunnen controleren voor *fixed effects* van positiehouders. De voor *fixed effects* gecontroleerde resultaten, die dus geïnterpreteerd kunnen worden als *within effects* (de effecten binnen dezelfde positiehouders over de tijd), staan in kolom 3 en 4.

De resultaten van deze paneldata-analyse zijn consistent met de cross-sectieresultaten, maar hier zijn ook de effecten van niet-publieke shortposities significant wanneer we ze afzonderlijk analyseren (kolom 3). Binnen de shortportefeuille van positiehouders hebben aandelen met grotere niet-publieke shortposities dus hogere buitengewone rendementen, terwijl aandelen met grotere publieke shortposities lagere buitengewone rendementen hebben.

CONCLUSIE EN DISCUSSIE

Voor aandelen met zowel publieke als niet-publieke posities vinden we aanwijzingen dat het bekendmaken van niet-publieke posities geassocieerd is met positieve buitengewone rendementen. Dit is opvallend omdat shortsellers over het algemeen goedgeïnformeerde beleggers zijn die juist speculeren op een koersdaling. Hoe dit precies verklaard kan worden, valt op basis van de beschikbare data niet te zeggen, maar er zijn een aantal mogelijke verklaringen.

Afwikkeling posities

Zo zou het kunnen zijn dat markten speculeerden op de afwikkeling van de shortposities. Het kan bovendien zijn dat de bekendmaking van het AFM-register heeft geleid tot een versnelde afwikkeling van de posities van shortsellers die voorheen onder de radar opereerden. Het is bekend dat shortsellers de openbaarheid liever vermijden ter bescherming van private handelsstrategieën, alsmede vanwege de angst dat een shortbelang kan leiden tot een beperktere toegang tot het bedrijfsmanagement. Duong et al. (2015) en Jones et al. (2016) vinden bijvoorbeeld dat de invoering van het shortsell-register, en de daarmee gepaard gaande grotere openbaarheid, tot een afname van shortposities heeft geleid. Jank et al. (2016) vinden bovendien aanwijzingen dat shortsellers bij voorkeur posities aanhouden die niet publiekelijk bekend gemaakt hoeven te worden: de shortposities net onder de drempelwaarde worden typisch langer aangehouden dan de omringende posities, en ook de kans op uitbreiding van een dergelijke positie is lager. Door een afwikkeling van de posities zou de toegang tot het management wellicht behouden kunnen blijven. Mogelijk hebben deze investeerders hun posities uitgebreid in aandelen met reeds grote publieke shortposities, wat zou kunnen verklaren waarom de openbaarmaking van de niet-publieke posities een negatief effect had op de rendementen van de reeds publieke shortposities.

Verwachtingen van de markt

Een andere mogelijke verklaring is dat de niet-publieke shortposities in het algemeen kleiner bleken te zijn dan de markt vooraf had verwacht, waardoor de bekendmaking ervan impliciet positief nieuws was voor beleggers – en er dus een positief koerseffect van uitging. Vanuit dat perspectief zouden de negatieve rendementen van de aandelen met reeds publieke shortsellers na het abusievelijk publiceren van het AFM-register kunnen betekenen dat markten vóór de publicatie hebben onderschat hoe groot de niet-publieke shortposities waren bij de aandelen waarvan grote publieke shortposities bekend waren. Wat dat

betreft zou het interessant zijn om te onderzoeken of de onbedoelde publicatie structureel tot een andere marktinschatting van niet-publieke shortposities heeft geleid. Om dit te kunnen onderzoeken zijn we echter afhankelijk van een eventuele volgende onbedoelde publicatie van het register.

Buitengewone rendementen na de publicatie van het AFM-register

TABEL 2

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Niet-publieke shortposities	0,15	0,59**	0,47***	0,66***
Publieke shortposities		-0,31*		-0,33***
Constante	0,49	0,41	-0,24*	0,31*
Waarnemingen	49	21	268	191
R ²	0,008	0,242	0,119	0,324
Aantal positiehouders			103	83

*/**/*** Significant op respectievelijk tien-, vijf- en eenprocentniveau

LITERATUUR

- AFM (2015) *Three years Short Sell Regulation*. Publicatie te vinden op www.afm.nl.
- Dechow, P.M., A.P. Hutton, L. Meulbroek en R.G. Sloan (2001) Short-sellers, fundamental analysis, and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 61(1), 77–106.
- Diether, K.B., K.H. Lee en I.M. Werner (2009) Short-sale strategies and return predictability. *The Review of Financial Studies*, 22(2), 576–607.
- Duong, T.X., Z.R. Huszár en T. Yamada (2015) The cost and benefits of short sale disclosure. *Journal of Banking & Finance*, 53, 124–139.
- Gerritsen, D.F. en R. Verdoorn (2014) Shortselling en aandelenrendementen. *ESB*, 99(4696), 662–664.
- Jank, S., C. Roling en E. Smajlbegovic (2016) *Flying under the radar: the effects of short-sale disclosure rules on investor behavior and stock prices*. Deutsche Bundesbank Discussion Paper 25/2016. Te vinden op www.bundesbank.de.
- Jones, C.M., A.V. Reed en W. Waller (2016) Revealing shorts: an examination of large short position disclosures. *Review of Financial Studies*, 29(12), 3278–3320.

In het kort

- ▶ Zowel publieke als niet-publieke shortposities hebben een voorspellende waarde voor de beurskoersen.
- ▶ De publicatie van niet-publieke posities leidde verrassend genoeg tot positieve rendementen van aandelen met deze posities.
- ▶ De aandelen met reeds bekende grote shortposities werden na de publicatie juist lager gewaardeerd.

Aandacht voor de reële economie in het economieonderwijs

Universiteit Utrecht, 7 juni 2017

Er is volop discussie over de toekomst van het economieonderwijs. Vorig jaar tijdens Week van het Economieonderwijs en in de KVS preadviezen bijvoorbeeld gingen de studenten van Rethinking Economics in debat met onder andere Pieter Gautier.

De studenten vinden dat hun opleiding te veel gericht is op modellen en maar weinig relatie heeft met de reële economie. Om hun kennis en kunde beter aan te laten sluiten bij de praktijk pleiten zij voor meer aandacht voor perspectieven uit andere sociale wetenschappen.

Gautier wijst op een verschuiving van het onderzoek naar een meer empirische oriëntatie, waarbij het verzamelen van data en analyse de kern vormen. Om mee te komen is het noodzakelijk dat de studenten kennis hebben van de economische methodes, en verschillende empirische modellen, om inzicht te krijgen in causale verbanden. Deze kennis kunnen ze vervolgens op een veelheid van terreinen toepassen.

Met de constatering dat er verschillende visies op het universitaire economieonderwijs zijn, stakte deze discussie. Wat zou een logische volgende stap zijn? Afgelopen maand organiseerde Marcel Boumans, directeur van de bachelor van de Utrecht University School of Economics, daarom een bijeenkomst met een aantal internationale experts. *ESB* doet verslag.

TOEKOMSTBEELD

De belangrijkste vraag lijkt hoe een curriculum eruit ziet dat meer verschillende invalshoeken op maatschappelijke problemen verenigt met de veelheid aan empirische methoden en technieken die studenten moeten kennen om zelf goed onderzoek te kunnen doen. De bij de

bijeenkomst genodigde experts waren gevraagd om een toekomstbeeld te schetsen en als een consultant te kijken naar het economieonderwijs op de universiteit.

Hoofdspreker David Colander is hoogleraar aan het Middlebury College en auteur van het boek *The making of an economist*. In dit boek volgt hij de opleiding van economen aan Amerikaanse topuniversiteiten en geeft hij hun gedachten weer. In een bevlogen betoog benadrukt hij de geleidelijke overgang van de universiteit als instelling met een unieke bron van kennis, naar een leersysteem waarbij de student informatie uit verschillende bronnen haalt. Het behalen van een diploma wordt steeds belangrijker, maar de manier waarop dat gebeurt – met welk studieboek, en op welke locatie – is van steeds minder belang.

Dit bepleit ook Zohreh Emami, hoogleraar aan het Alverno College en adviseur voor onderwijs en de vormgeving van het curriculum. Haar boodschap is dat universiteiten moeten nadenken over aan wie, wat en hoe er lesgegeven wordt. Ze gebruikt daarbij inzichten uit de neurowetenschap en cognitieve wetenschap. Studenten zijn steeds minder passieve ontvangers van informatie, die kritiekloos hun kennis van de docent ontvangen. Ze zullen informatie vooral verwerken als het kan worden toegepast buiten de gesloten omgeving van de universiteit.

Die nadruk op inbedding in de maatschappelijke context benadrukt ook Bas van Bavel, historicus aan de universiteit Utrecht. Zijn onderzoek is een voorbeeld van hoe een multidisciplinair team tot nieuwe inzichten komt (zie ook zijn artikel in *ESB* 4743). Volgens Van Bavel kijken niet alleen economen 'naar binnen'; in alle disciplines van de sociale wetenschap is het belangrijk communicatie te bevorderen en kennis breder te ontsluiten.



Drie aanbevelingen voor het onderwijs

De economie verandert. Als de historici van het economische gedachtegoed over vijftig jaar terugkijken, zullen ze spreken van de ‘complexiteitsrevolutie’ die de aard van de economie fundamenteel veranderde. De kentering gaat echter langzaam en geleidelijk – er is geen abrupte paradigmaverschuiving, maar veeleer een verzameling kleine veranderingen die slechts op afstand in hun totaliteit waarneembaar zijn. De veranderingen die plaatsvinden, hebben onder economen tot veel discussie geleid over hoe we het economie-onderwijs zouden moeten aanpassen. In die discussie is er de druk om afstand te nemen van wat de pleitbezorgers van verandering vaak de ‘ouderwetse economie’ noemen, en om meer in de richting te gaan van het onderwijzen van de moderne economie, die volgens professor Erik van Damme ten minste vier aspecten omvat: “de homo economicus is vervangen door een realistischer model van de mens (...); de economie is meer interdisciplinair, heeft meer aandacht voor instituties (...) en heeft een grotere reikwijdte.” Ik zou hieraan willen toevoegen dat de economie ook steeds meer data-gedreven is, inductief en empirisch. Wat betekent deze kentering voor economische opleidingen, die het als hun missie zien om de studenten een perspectief te bieden op een realistische wereld. Ik doe drie aanbevelingen als katalysator voor de discussie.

Mijn eerste punt was dat niet alleen de economie aan het veranderen is, maar dat ook zowel de technologie van het onderwijs verandert als de onderwijsinstituten waarin de economische faculteiten en departementen zijn ondergebracht.

DAVID COLANDER

Hoogleraar aan het Middlebury College

Deze veranderingen hebben implicaties voor de structuur en rol van universiteiten, en zullen hoogst waarschijnlijk ook beslissingen over de specifieke aangeboden cursussen – of over de inhoud daarvan – relatief secundair maken binnen de opzet van het grotere geheel. Dit suggereert dat de economische opleidingen voorzichtigheid moeten betrachten wat betreft het zich al te snel aanpassen aan de kortetermijnveranderingen binnen de economie, omdat de grond onder hun voeten waarschijnlijk nog steeds in beweging is. **Als je veranderingen wil doorvoeren, ga dan met de stroom mee, niet ertegenin.**

Omdat ik van mening ben dat die stroom richting een complexiteitsrevolutie gaat, en omdat Utrecht het voortouw heeft genomen bij het ontwikkelen van een universitair complexiteitsprogramma op MA-niveau, is mijn suggestie dat economie in Utrecht voorop moet blijven lopen en daarom een radicale aanpassing van het MA-programma moet overwegen. Meer specifiek adviseer ik om te werken met het onderzoeksgebied *Complex Systems Studies* en de andere departementen voor sociale wetenschappen, aan het **opzetten van een eenjarige MA Complexiteit in Sociale Wetenschap**, met als doel om als eerstejaarsintroductie tot elke PhD sociale wetenschap te dienen.

Op BA-niveau stel ik een veel beperktere benadering voor. De reden voor dit verschil is dat ik de

BA Economie niet zie als een voorbereiding van de student om onderzoekseconoom te worden – zoals ik de MA zie – maar veeleer als een voorbereiding om ‘economie-consument’ te worden, waarbij een gebruiker eenvoudige economische redeneringen kan toepassen om tot beleidsconclusies te komen. Hiervoor moeten ze leren hoe economische modellen te relateren aan beleidsvraagstukken in de echte wereld. Deze vaardigheid vereist meer dan alleen maar modellen leren, of die nu ouderwets zijn of modern. Momenteel onderwijzen we die vaardigheid in de economie nauwelijks op BA-niveau, en ik vind dat dat wel zou moeten. Meer specifiek zou ik adviseren: **voeg een module ‘modeltoepassing’ toe in de bachelor** (*‘applying the models’ module*) van een of twee weken. Zo’n module zou het beperkte kader van het huidige ‘ouderwetse’ of ander formeel beleidsmodel onder de loep kunnen nemen. Het zou voor studenten kunnen onderstrepen dat, binnen de juiste context, formele modellen uiterst relevant en sterk zijn, maar dat zonder context een model niet leidt tot welk beleidsresultaat dan ook.

Ik eindig met te suggereren dat de klassieke economische methodologie, zoals uiteengezet door John Stuart Mill – wat je de ‘ouwe ouderwetse economie’ zou kunnen noemen – meer context verschaft dan de neoklassieke economie ooit gedaan heeft, en dat de beste manier om moderner te worden wel eens een nog veel ouderwetser manier zou kunnen zijn en dus een terugkeer naar het onderwijzen van een klassieke methodologie.



Waarom het ertoe doet *wie, hoe en wat* we in de economie onderwijzen

Wat we nu weten over hoe mensen leren uit de cognitieve en neurowetenschappen, en uit de hedendaagse ontwikkelingen in de economie, en ook uit de steeds complexere realiteit wat betreft de diverse interacties die er vereist zijn in de huidige, onderling verbonden samenlevingen – het wijst allemaal op de noodzaak om expliciet het *wie, hoe en wat* onderling te verbinden in het economie-onderwijs.

Een nieuwe kijk op leren

De wetenschap van de kennisverwerving heeft het bankenmodel, van leren als acquisitie en onderwijzen als kennisdeposito, ontmaskerd. Dit is vervangen door een constructivistisch begrip van leren als een evolutionair proces ter ontwikkeling van het zelfbewustzijn, het vermogen om samen te werken met verschillende mensen en ideeën, alsmede het vermogen om kennis over te dragen binnen uiteenlopende contexten. Daarom is leren voor de nieuwe kennisverwervingswetenschap meer dan het simpelweg leveren of opslaan van informatie – het is het ontwerpen en faciliteren van de betrokkenheid bij de discipline, zowel wat betreft anderen als zichzelf. En ook van een kwaliteitsevaluatie van deze actieve, multidimensionale betrokkenheid. De economische discipline heeft van andere disciplines geleerd en hierop voortgebouwd, om zich zo te ontwikkelen van een atomistisch/introspectief begrip van het menselijke gedrag tot een sociaal ingebed, op anderen gericht begrip. De economische methodologie evolueert van een uitsluitend abstracte, axiomatische,

ZOHREH EMAMI

Hoogleraar aan het
Alverno College

deductieve en a-historische benadering tot interdisciplinaire perspectieven die de complexiteit en pad-afhankelijkheid van individuele en institutionele interacties onderkennen en inductie combineren met deductie. Ook de criteria om economische prestaties te evalueren veranderen zo, van een exclusieve focus op voorkeursbevrediging en efficiëntie, in een vermogen van sociaal-economische instituties om te voorzien in de capaciteiten die individuen nodig hebben om effectief te kunnen functioneren. Aldus is de notie van economische ontwikkeling en welzijn aan het veranderen van een *vrij zijn van* interferentie tot een *vrijheid om* gemeenschappen te creëren en te bevolken die men met rede op waarde weet te schatten.

Een nieuwe kijk op onderwijzen

Wat betreft het onderwijzen van de discipline is echter weinig veranderd. Studenten – die immers directe ervaring hebben als het gaat om economie-onderwijs – hebben de weg bereid met zowel hun kritiek als het oproepen tot wijziging van het conventionele curriculum met zijn stomweg uit het hoofd leren. De mate en reikwijdte van het georganiseerde protest van economiestudenten treft men in geen enkele andere discipline aan. Economiestudenten hebben de eenzijdigheid en onuitvoerbaarheid van

het curriculum als een fundamenteel probleem geïdentificeerd. Ze zien economische problemen als zaken die vele facetten hebben en in een constante staat van verandering verkeren, en beargumenteren daarom dat er geen enkele denkrichting is die het enige en ultieme antwoord biedt aangaande de oorzaken en oplossingen van de gevarieerde en complexe problemen waarvoor de wereld zich gesteld ziet. Veeleer roepen ze, gezien de omvang en complexiteit van de economische problematiek, om een onbevooroordeelde onderwijsbenadering, om zo tegemoet te kunnen komen aan een veelheid van benaderingen. Ze eisen een breder concept van menselijk gedrag dat nauwkeuriger de diversiteit van menselijke relaties weergeeft, en ook de historische en culturele contexten. Ze erkennen de behoefte aan een nieuwe kennistheorie die de normatieve/positieve dichotomie verwerpt, aan een veelheid van analytische benaderingen en methodes qua dataverzameling en analyse die resulteren in het samenbrengen van theorie, empirische claims, narratieve uiteenzettingen, interdisciplinaire dialoog en debat.

Deelnemen in de maatschappij

De opkomende criteria voor sociaal-economisch welzijn en vooruitgang als zijnde meer dan voorkeursbevrediging en groei – want het gaat om de ontwikkeling van het vermogen van het individu om effectief te functioneren – impliceren dat economische vooruitgang deels afhangt van het vermogen van individuen om aan gesprekken en debatten deel te nemen. Daarom biedt het ver-



mogen dat mensen hebben om te participeren in een dergelijk conversatie, en om die dan ook te beïnvloeden, een informatieve basis om het economisch welzijn te begrijpen. Economen hebben een enorme invloed bij het faciliteren van deze conversaties, niet alleen vanwege hun eruditie, maar ook als leraren met de verantwoordelijkheid om economische kennis uit te dragen en om studenten te faciliteren bij het ontwikkelen van de bekwaamheid, die vereist is voor het begrip van feiten en bewijzen en voor deelname aan het economische gesprek en debat.

Uit interdisciplinair onderzoek weten we nu wie degenen zijn die leren, wat ze aan voorafgaande kennis meebrengen, en hoe hun zelfbewustzijn als *lerenden* hun leervermogen beïnvloedt. We weten ook dat *hoe* we studenten in staat stellen te leren om het geleerde door te geven vanuit de context van onze colleges naar andere contexten, invloed heeft op het feit of hun leren al dan niet beklijft. Ontwikkelingen in onze eigen discipline hebben de rol benadrukt van geschiedenis en context, en ook de complexiteit van individueel en institutioneel gedrag. Op basis van de rijkdom van wat economie te bieden heeft bij het creëren van gespreksruimtes die studenten uitnodigen tot dynamische discussies en debatten, kan men moeilijk ontkennen dat *wie* de studenten zijn, *hoe* we ze onderwijzen en *wat* we ze onderwijzen, voor hen en voor de maatschappij als geheel van groot belang is.



studenten zien dat er geen enkele denkrichting is die het ultieme antwoord biedt





Statistiek

Toeslag voor bijna zes op de tien huishoudens

SOCIALE ZEKERHEID

In 2015 ontving 57 procent van de huishoudens een of meer toeslagen. In het laagste inkomenskwintiel was dit 88 procent, in het hoogste inkomenskwintiel profiteerde nog bijna 47 procent van een door de Belastingdienst uitgekeerde toeslag.

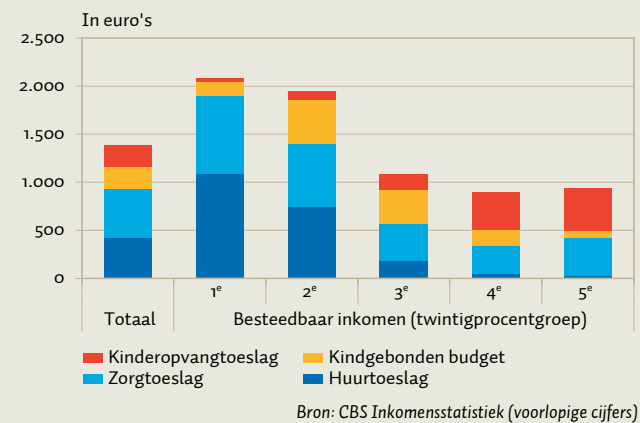
De zorgtoeslag komt het meest verbreid voor en wel bij bijna de helft van de huishoudens. Dit komt mede doordat ook thuiswonende meerderjarige kinderen door hun eigen – nog vaak lage – inkomen voor deze toeslag in aanmerking komen. Zorgtoeslag wordt zodoende ook bij huishoudens met een hoog inkomen waargenomen; ruim dertig procent van de huishoudens met de hoogste besteedbare inkomens, ontving zorgtoeslag.

Huurtoeslag werd door achttien procent van de huishoudens ontvangen. Vrijwel alle huishoudens die in 2015 in aanmerking kwamen voor de huurtoeslag, kregen ook zorgtoeslag. Voor huishoudens met minderjarige kinderen kwam hier nog vaak het kindgebonden budget bovenop. Kinderopvangtoeslag kwam in 2015 het minst vaak voor (bij 6,5 procent van de huishoudens) en werd ook het minst vaak in combinatie met andere toeslagen ontvangen. Omdat het hebben van een werkkring van de ouder(s) één van de voorwaarden vormt voor het verkrijgen van deze toeslag en deze hoger is naarmate het aantal werkzame uren van de minst werkende ouder hoger is, profiteerde ook ruim veertien procent van de huishoudens in het hoogste inkomenskwintiel van deze toeslag.

Gemiddeld over alle huishoudens bedroeg het totale bedrag aan toeslagen in 2015 bijna 1.400 euro per huishouden. Voor de twintig procent laagste inkomens was dit gemiddeld 2.080 euro. Verreweg het grootste deel van dit bedrag bestond bij hen uit huur- en zorgtoeslag. Het totaal-

bedrag verschilt natuurlijk sterk tussen de afzonderlijke huishoudens. Niet alle huishoudens komen immers in aanmerking voor een toeslag. Zo kreeg twaalf procent van de huishoudens uit de twintigprocentgroep met de laagste inkomens geen toeslag, terwijl een op de tien 4.370 euro of meer ontving. De twintig procent van de huishoudens met de hoogste inkomens ontving gemiddeld 940 euro aan toeslagen. Bij een op de tien toeslagontvangers uit deze inkomensgroep ging het om een bedrag van 4.400 euro of meer. Bij de hoogste inkomens bestaat dit bedrag vrijwel geheel uit zorg- en kinderopvangtoeslag. ■ WIM BOS (CBS)

Gemiddelde toeslag, 2015



Rendement op buitenlandse investeringen neemt af

GROEI & CONJUNCTUUR

Betalingsbalansdata, en in het bijzonder data over buitenlandse directe investeringen, geven inzicht in de interesse die bedrijven in buitenlandse bedrijven hebben, en in de opbrengsten die daaruit voortvloeien. De figuur laat zien dat de totale Nederlandse posities van zowel in- als uitgaande buitenlandse directe investeringen gestaag blijven toenemen.

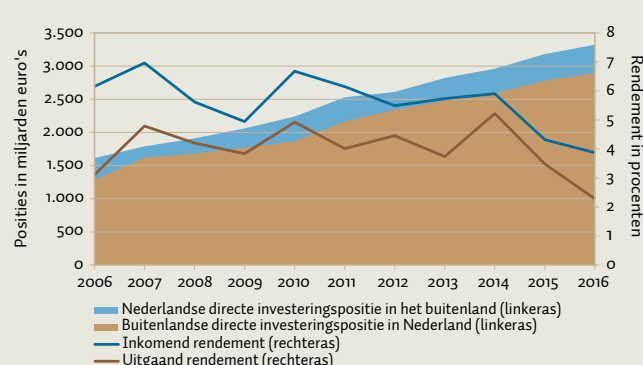
Het rendement op deze buitenlandse directe investeringen neemt echter relatief gezien af, zoals de figuur laat zien. Het rendement is het ontvangen dividend en ingehouden winsten als percentage van de totale buitenlandse directe kapitaalinvesteringen. Het gaat hierbij om deelnemingen van meer dan tien procent in het eigen vermogen van buitenlandse dochter-, moeder- of zusterbedrijven. De twee dalende lijnen geven weer dat sinds 2010, maar vooral de afgelopen twee jaar, zowel het ingaand als uitgaand rendement afneemt. Dus niet alleen Nederlandse bedrijven hebben last van een lager rendement op hun buitenlandse directe investeringen, dat geldt ook voor buitenlandse investeerders in Nederland.

Het inkomende rendement ligt structureel ruim een procentpunt hoger dan het uitgaande rendement. Dit verschil geldt zowel voor de reële instellingen als voor de bijzondere financiële instellingen – de zogenaamde brievenbusmaatschappijen die doorgaans een grote impact hebben op de Nederlandse betalingsbalans en ook in de figuur zijn opgenomen.

Een nadere uitsplitsing van de data, die niet is weergegeven in de figuur, leert dat de daling van het rendement zich niet laat verklaren door een enkele verliesgevendende sector of regio. Aan de ingaande zijde is er onder andere het Shell-effect: de afnemende winsten van Shell als gevolg van

de lage olieprijs hebben een groot effect op de Nederlandse betalingsbalans. Maar ook zonder Shell is de dalende trend van het inkomende rendement te zien. Bedrijfstakingen in zowel de industriële, agrarische als financiële sector (inclusief de bijzondere financiële instellingen) hebben te maken met afnemend rendement op hun directe investeringen in het buitenland. Deze afname is te zien bij investeringen in alle werelddelen, en dan vooral in ontwikkelde landen. De wereldwijde analyse van UNCTAD van rendementen op buitenlandse directe investeringen in het World Investment Report doet vermoeden dat het hier om een mondiaal fenomeen gaat. ■ ELINE KORNEWAL (DNB)

Rendement op buitenlandse directe investeringen



Het verzorgingsgebied van luchthavens

MARKTORDENING

De omvang en sterkte van het verzorgingsgebied is een van de belangrijkste determinanten van het vervoerspotentieel van een luchthaven. Het aantal inwoners rond de luchthaven en hun vlieggeneigtheid bepalen de potentiële markt voor het uitgaande passagiersvervoer. De vlieggeneigtheid zelf is gerelateerd aan het besteedbare inkomen, de economische structuur van de regio en beschikbaarheid van alternatieve vervoerwijzen.

Luchthavens zijn lang niet altijd in staat het vervoerspotentieel te benutten, ook al hebben zij een omvangrijk en sterk verzorgingsgebied. Dit komt

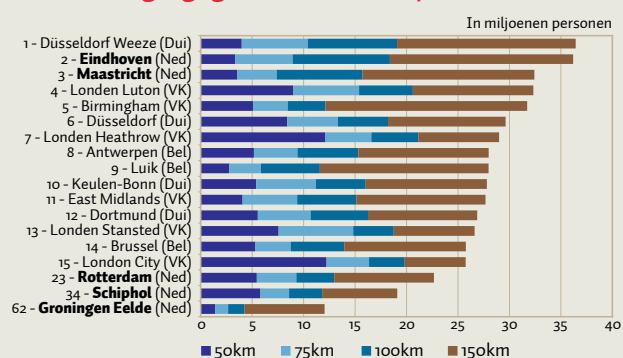
onder meer door concurrentie van andere luchthavens, netwerkbeslissingen van luchtvaartmaatschappijen en de beperkende factor van de beschikbare luchthavencapaciteit. De geografische reikwijdte van de verzorgingsgebieden is door de opkomst van prijsvechters als Ryanair en EasyJet toegenomen. Met name niet-zakelijke reizigers zijn bereid een langere voortprijstijd naar de vertrekluchthaven in te ruilen voor een lagere ticketprijs.

De figuur geeft een overzicht van de luchthavens met de grootste verzorgingsgebieden van Europa in termen van aantal inwoners binnen verschillende afstandsbufferen rond iedere luchthaven. De verzorgingsgebieden van Eindhoven Airport, Düsseldorf-Weeze en Maastricht-Aachen Airport behoren tot de top drie met ieder meer dan dertig miljoen inwoners binnen een straal van 150 kilometer. Weeze en Eindhoven hebben hun omvangrijke verzorgingsgebied weten te benutten en zijn beide uitgegroeid tot operationele bases voor Ryanair met een substantieel bestemmingsnetwerk. Verdere groei op Eindhoven wordt echter beperkt door de vastgestelde milieucapaciteit. De luchthaven van Maastricht daarentegen heeft grote moeite een routenetwerk te ontwikkelen. Dit is vooral het gevolg van de aanwezigheid van concurrerende luchthavens in de omgeving als Keulen-Bonn, Brussel, Düsseldorf en Eindhoven.

London City Airport is de Europese luchthaven met de meeste inwoners in een straal van 50 kilometer. De luchthaven is dan ook uiterst succesvol als zakenluchthaven. Maar ook City kan het vervoerspotentieel niet volledig benutten vanwege fysieke capaciteitsgrenzen (zoals baanlengte, terminalcapaciteit) en milieurestricties.

■ **GUILAUME BURGHOUW** (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)

Het verzorgingsgebied van Europese luchthavens



Noot: Meegenomen zijn 481 Europese luchthavens met meer dan 5 dagelijkse vertrekken op 15 september 2015

Bron: SEO's Airport Catchment Area Database (ACAD)

Bijkomende woonlasten zijn vooral rijksbelastingen

WONINGMARKT

W e ontvangen ieder jaar een aanslag voor de gemeentelijke belastingen. Omdat deze aanslag erg zichtbaar is, hebben veel mensen het idee dat zij veel betalen aan de gemeente. Maar hoe verhouden de gemeentelijke woonlasten zich tot andere woonlasten? We maken onderscheid tussen twee soorten woonlasten: hypotheeklasten, vaak meer dan de helft van de woonlasten, en bijkomende woonlasten. De bijkomende woonlasten kunnen dan weer opgedeeld worden

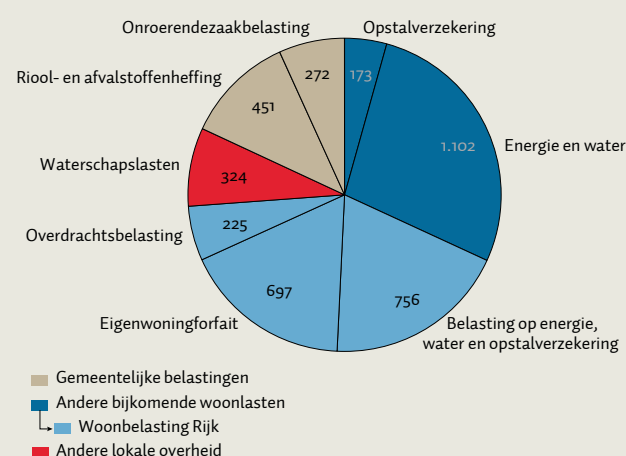
in gemeentelijke belastingen – onroerendezaakbelasting, afvalstoffenheffing en rioolheffing – en andere bijkomende woonlasten, zoals het gebruik van energie en water, de opstalverzekering en rijksbelastingen.

Omdat woonlasten niet alleen afhangen van de gezinssituatie, maar ook van bijvoorbeeld de locatie van de woning, moeten bij de berekening een aantal keuzen gemaakt worden. Bij de berekening van de bijkomende woonlasten wordt uitgegaan van een driepersoonshuishouden met een eigen woning met een gemiddelde WOZ-waarde en gemiddeld energie- en waterverbruik. Daarnaast wordt de overdrachtsbelasting als woonlast meegenomen. Deze wordt betaald bij aankoop van een woning, en hoort daarom bij de woonlasten. Vaak zal het bedrag over meerdere jaren worden afbetaald.

De figuur laat de samenstelling van de bijkomende woonlasten in 2017 zien. Gemiddeld heeft een driepersoonshuishouden in 2017 4.001 euro aan bijkomende woonlasten, waarvan een groot deel bestaat uit belastingen. Opvallend is dat rijksbelastingen daarbij een veel groter aandeel hebben dan de gemeentelijke of de waterschaplasten. Een gemiddeld huishouden betaalt in 2017 1.678 euro aan woonbelastingen aan het Rijk (overdrachtsbelasting, eigenwoningforfait en belasting op energie en water, en ook de belasting op de opstalverzekering, zie de figuur). Dat is 42 procent van het totale bedrag aan bijkomende woonlasten. De gemeentelijke belastingen bedragen gemiddeld 723 euro, dat is slechts 18 procent van het totaal. De kosten voor het gebruik van energie en water (1.102 euro, 28 procent van het totaal) en de opstalverzekering (713 euro, 4 procent) zijn de enige twee onderdelen die geen belastingen zijn.

■ **CORINE HOEBEN** (COELO)

Bijkomende woonlasten, in euro's



Bron: Atlas van de lokale lasten 2017

De bereidheid om meer premie te betalen voor een lager eigen risico

Veel verzekerden vinden het verplichte eigen risico in de zorg te hoog. Afschaffen is echter kostbaar. Uit een enquête blijkt dat verzekerden slechts deels bereid zijn een hogere premie te betalen voor geen of een lager eigen risico.

ROMY BES

Onderzoeker bij het Nederlands instituut voor onderzoek van de gezondheidszorg (NIVEL)

KIM VAN ERP

Senior onderzoeker bij het NIVEL

JUDITH DE JONG

Programmaleider bij het NIVEL

Bij elke zorgverzekering in Nederland geldt in 2017 een verplicht eigen risico van 385 euro. Dit betekent dat verzekerden hun eerste 385 euro aan zorgkosten zelf moeten betalen. Voor de meeste vormen van zorg geldt het eigen risico. Het geldt echter niet voor zorg aan kinderen, kraam- en geboortezorg en huisartsenzorg. En ook zorg die vergoed wordt vanuit de aanvullende verzekering valt niet onder het eigen risico.

Het verplichte eigen risico is in 2008 ingevoerd en was toen 150 euro. Sindsdien is dit elk jaar gestegen, met uitzondering van 2017. Een meerderheid van de mensen vindt de stijging van het eigen risico een slechte zaak en zou liever een lager eigen risico hebben (TNS, 2016). Ook in de politiek laait tegenwoordig regelmatig de discussie op over afschaffing van het eigen risico (Zorgwijzer, 2016; Amweb, 2016).

Het eigen risico is bedoeld als rem op de zorgkosten. Doordat men verzekerden de eerste kosten van hun zorg zelf laat betalen, is er de verwachting dat zij goed zullen nagaan of ze die zorg wel echt nodig hebben. Zo dekt het eigen risico dan ook een deel van de zorgkosten.

Als het eigen risico wordt afgeschaft is er een andere financieringsbron nodig; inclusief het wegvallen van het 'remeffect' op de zorgkosten gaat het daarbij om 4,5 miljard (CPB, 2016). Een verhoging van de zorgverzekeringspremie lijkt dan het meest voor de hand te liggen. Daarbij worden de kosten van de zorg – die nu deels door de zorggebruikers worden gedragen – via het eigen risico verdeeld over alle verzekerden.

Maar wat vinden de verzekerden eigenlijk? Zijn zij bereid meer premie te betalen in ruil voor geen of een lager eigen risico? Dit onderzochten we via een online-vragenlijst voor de leden van het Verzekerdenpanel, een groep mensen van achttien jaar en ouder die verzekerd zijn bij een van de labels van Coöperatie VGZ. De vragenlijst werd door 1.489 panelleden ingevuld – een responspercentage van 75 procent – en deze respons is vervolgens gewogen naar de algemene Nederlandse bevolking van achttien jaar en ouder voor leeftijd en geslacht. De achtergrondkenmerken van de panelleden, zoals leeftijd, geslacht, opleiding en inkomen, zijn bekend.

EIGEN RISICO GEEN GOEDE ZAAK

Over het algemeen zijn verzekerden negatief over het eigen risico; slechts zeventien procent vindt het een goede zaak (figuur 1). Het is voor vele verzekerden onduidelijk wat er onder het eigen risico valt. Zij hebben er al een aantal jaren mee te maken, maar toch geeft iets meer dan de helft van de verzekerden aan dat dit niet duidelijk is. Ook in eerder onderzoek werd dit gevonden (Van der Maat en De Jong, 2010). Verzekerden zijn verdeeld wat betreft de stelling dat het verplichte eigen risico een maatregel is om mensen te laten nadenken over het eigen zorggebruik. Bijna een kwart van de respondenten zegt dat ze vanwege het eigen risico zelf bepaalde zorg niet gebruiken, terwijl ze deze wel nodig hebben. En 66 procent van de respondenten denkt dat anderen geen gebruik maken van bepaalde zorg terwijl ze deze wel nodig hebben. Ruim zeventig procent van de verzekerden ziet het eigen risico als een bezuinigingsmaatregel van de overheid.

HOOGTE EIGEN RISICO

Respondenten is ook gevraagd hoe hoog zij vinden dat het eigen risico zou moeten zijn. Zestien procent van de respondenten vulde in: geen mening. De overige respondenten konden een bedrag invullen. Hier vult een aanzien-



lijk deel (46 procent) 0 euro in. Zij willen dus helemaal geen eigen risico. Mensen die een bedrag van 1 euro of meer invulden (N = 545), kwamen gemiddeld uit op een bedrag van 182 euro (met standaarddeviatie van 119 euro).

Hoger of lager eigen risico

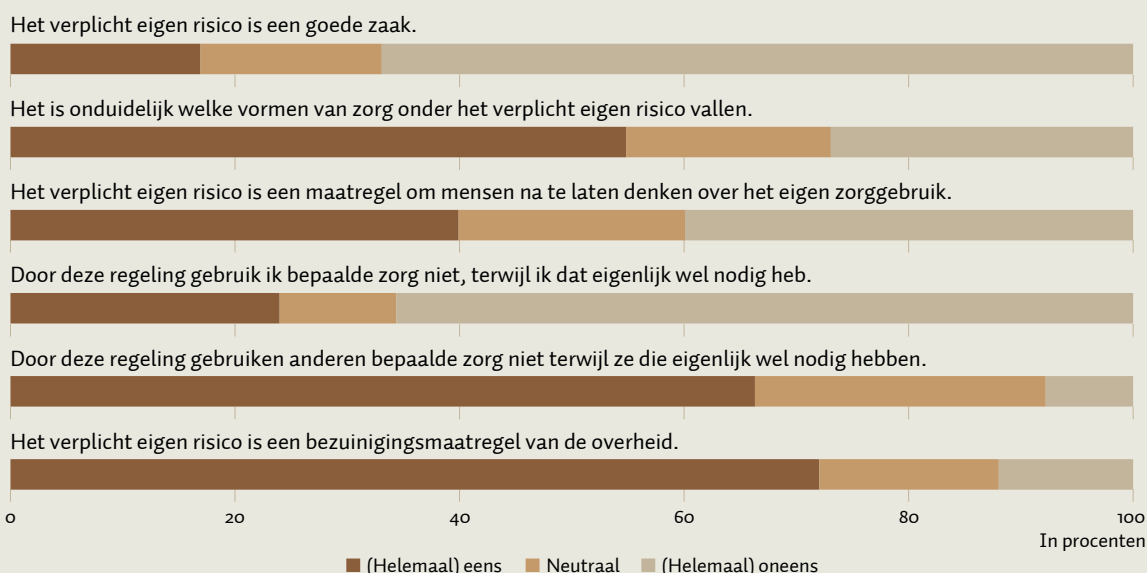
Achttien procent van de respondenten zou liever een hoger eigen risico hebben, gepaard aan een lagere premie. Deze

achttien procent wordt goed bediend, want het is nu mogelijk om te kiezen voor een additioneel vrijwillig eigen risico van maximaal 500 euro met een lagere premie. Het blijkt dat vooral mannen, jongeren, hogeropgeleiden, verzekerden met een hoger inkomen en verzekerden met een goede gezondheid hiervoor kiezen (De Jong en Brabers, 2016).

Van de ondervraagden heeft 82 procent daarentegen liever een lager eigen risico. Deze mensen declareren meer

Mening respondenten over eigen risico (N = 1468–1479)

FIGUUR 1



De bereidheid om meer premie te betalen voor een lager eigen risico

TABEL 1

Eigen risico	Alle respondenten			Respondenten die niet bij alle vragen o invulden		
	Bereid extra te betalen per maand	Percentage mensen dat o invult	N	Bereid extra te betalen per maand	Percentage mensen dat o invult	N
300 (85 minder)	2,48	44,6	1134	2,90	35,1	961
200 (185 minder)	5,85	29,1	1220	6,78	17,9	1047
100 (285 minder)	8,49	21,8	1215	9,84	9,4	1042
o (385 minder)	12,27	18,5	1126	14,40	4,4	953

zorg dan zij die een hoger eigen risico willen in ruil voor een lagere premie, en verder zijn ze ook iets ouder en hebben een lager inkomen. Wat betreft dat lagere eigen risico zijn er nu geen mogelijkheden – behalve in sommige collectieve polissen van gemeenten voor sociale minima, waarin het verplichte eigen risico wordt herverzekerd.

Hogere premie voor lager risico

Aan de 82 procent (N = 1235) die liever een lager eigen risico wilden, hebben we vervolgens vier vragen gesteld over de hoeveelheid premie die zij per maand bereid zouden zijn extra te betalen voor een daling van het eigen risico naar respectievelijk 300 euro, 200 euro, 100 euro en 0 euro, zie tabel 1. Om te corrigeren voor een mogelijk 'volgorde-effect' kreeg de ene helft van de respondenten de vragen in de volgorde van 300 naar 0 en de andere helft van 0 naar 300 voorgelegd.

Een aanzienlijk deel van deze groep vulde in dat zij geen extra premie wilden betalen voor een lager eigen risico. 173 respondenten (14 procent) vulden bij alle hoogtes van het eigen risico 0 euro in. Deze mensen willen dus graag geen of een lager eigen risico, maar zijn niet bereid om in ruil daarvoor een hogere premie te betalen. Deze groep verschilt niet van de overige respondenten in leeftijd,

geslacht, ervaren gezondheid, opleiding en inkomen.

De hoogte van het bedrag dat mensen bereid zijn extra te betalen voor de premie in ruil voor een lager eigen risico is niet afhankelijk van inkomen, de hoogte van de huidige premie of de ervaren gezondheid.

DISCUSSIE

Het draagvlak voor het eigen risico in de huidige vorm blijkt onder verzekerden niet hoog. Achtien procent van de verzekerden heeft graag een hoger eigen risico en een lagere premie, terwijl de meerderheid liever een hogere premie en een lager eigen risico heeft. De mensen die een lager eigen risico willen, declareren gemiddeld meer zorg, zijn iets ouder en hebben een lager inkomen dan de mensen die een hoger eigen risico willen.

De hoogte van het verplichte eigen risico zou volgens bijna de helft van de ondervraagden nul moeten zijn. De respondenten die een eigen risico willen, noemen gemiddeld 182 euro. Dit ligt veel lager dan het verplichte eigen risico van 385 euro op dit moment.

Van de mensen die een lager eigen risico willen, zijn de meesten bereid om een hogere premie te betalen. Echter, het gemiddelde bedrag dat mensen extra zouden willen betalen, staat niet in verhouding tot de extra kosten die een verlaging van het eigen risico met zich mee zou brengen. Als men het eigen risico afschaft en men zou de kosten via de nominale premie moeten opbrengen, dan zou dit betekenen dat de jaarlijkse premie per persoon 284 euro hoger wordt (Amweb, 2016), wat neerkomt op ongeveer 25 euro per maand. Dat is veel meer dan 12,27 euro die verzekerden gemiddeld aangeven extra te willen betalen.

LITERATUUR

Amweb (2016) *Schippers: 'Zorgpremie € 284 duurder na afschaffing eigen risico'*. Nieuwsbericht op www.amweb.nl, 19 september.

CPB (2016) *Startnotitie Keuzes in Kaart 2018–2021: aanvullende informatie*. CPB notitie, 3 oktober 2016.

Jong, J.D. de, en A.E.M. Brabers (2016) *Toename van verzekerden die kiezen voor een vrijwillig eigen risico. Vooral mannen, jongeren, hoger opgeleiden, verzekerden met een hoger inkomen en verzekerden met een goede gezondheid kiezen voor een vrijwillig eigen risico*. Utrecht: NIVEL.

Maat, M.J.P. van der, en J.D. de Jong (2010) *Eigen risico in de zorgverzekering: het verzekerden-perspectief. Een onderzoek op basis van het ConsumentenPanel Gezondheidszorg*. Utrecht: NIVEL.

TNS (2016) *Het eigen risico in de zorg*. TNS 11-08-2016. Rapport te vinden op www.vgz.nl.

Zorgwijzer (2016) *Afschaffen eigen risico kost 4,5 miljard euro*. Nieuwsbericht te vinden op www.zorgwijzer.nl, 5 oktober.

In het kort

- ▶ Het draagvlak voor verlaging of zelfs afschaffing van het verplichte eigen risico is groot.
- ▶ Het bedrag dat mensen bereid zijn voor afschaffing te betalen, ligt echter veel lager dan het benodigde bedrag.

Ongelijkheid in kosten-batenanalyses

Volgens een maatschappelijke kosten-batenanalyse (MKBA) is een beleidsmaatregel welvaartsverhogend als degenen die er op vooruitgaan, degenen die erop achteruitgaan kunnen compenseren en dan nog wat overhouden. In werkelijkheid wordt er echter meestal niet gecompenseerd, en vaak krijgen de effecten voor mensen met een hoger inkomen een zwaarder gewicht dan die voor mensen met een lager inkomen. Een positief MKBA-saldo is dan niet per definitie een welvaartsverbetering.

WILLEM BOKKES
Docent-onderzoeker
aan de NHL Hogeschool
Leeuwarden

Overheidsorganen gebruiken diverse methoden om de ongelijksoortige maatschappelijke effecten van beleidsmaatregelen te analyseren. Groot en Mateman (2014) en Haarhuis et al. (2014) geven overzichten van deze ‘ex-ante-evaluatie-instrumenten’. Het belangrijkste instrument is de maatschappelijke kosten-batenanalyse. MKBA’s worden uitgevoerd via de *Algemene leidraad voor maatschappelijke kosten-batenanalyse* van Romijn en Renes (2013; 2014, hierna te noemen: Algemene leidraad. Deze leidraad is verplicht voor MKBA’s in opdracht van de rijksoverheid, maar ook veel decentrale overheden houden zich eraan.

In een MKBA zijn ‘alle’ maatschappelijke effecten geïnventariseerd, gekwantificeerd en – waar mogelijk – uitgedrukt in geld. Omdat de maatschappelijke effecten in euro’s zijn gewaardeerd, kunnen ze vergeleken worden. En omdat de welvaart van alle individuen in geld wordt uitgedrukt, kan ze worden geaggregeerd tot maatschappelijke welvaart. Een positieve netto contante waarde van alle effecten van een beleidsmaatregel in een MKBA is een argument om die beleidsmaatregel te laten doorgaan, terwijl een negatieve netto contante waarde een argument is om dat niet te doen.

Als MKBA’s volgens de richtlijnen, zoals vastgelegd in de Algemene leidraad van Romijn en Renes (2013), worden uitgevoerd en de effecten zich *evidence-based* laten uit-

drukken in geld, dan is het onderzoek objectief, ondanks de vele aannames en keuzes die er gemaakt moeten worden.

In de praktijk laten niet alle effecten zich vertalen in geldbedragen. Voor ethische aspecten lukt dit eigenlijk nooit, maar ook de verdelingseffecten worden vaak niet meegenomen. Niet in geld uitgedrukte effecten worden in de rapportage opgenomen als een pro memorie post (pmpost), en de opstellers van de MKBA dienen een inschatting te presenteren van het belang van de niet-gemonetariseerde effecten in verhouding tot dat van de gemonetariseerde effecten. Als in een MKBA de netto contante waarde positief is, maar de verdelingseffecten ongewenst zijn, zal ook dat in de afweging van de effecten van de maatregel meegenomen moeten worden. Ik zal hier betogen dat dit onvoldoende is, omdat de verdeling van inkomens invloed heeft op de uitkomsten van MKBA’s en de welvaartstheoretische basis tekortschiet.

WELVAARTSTHEORETISCHE BASIS VAN DE MKBA

Het probleem komt naar voren bij het aggregeren van wat de welvaartseffecten op individuen zijn van maatregelen. Bij het aggregeren wegen alle individuen even zwaar. Het bezwaar is dat het nut – het welzijn – dat mensen verbinden aan inkomen onderling verschilt tussen mensen, en dat het simpelweg optellen van de gemonetariseerde effecten van maatregelen daarom niet de geaggregeerde welvaart oplevert.

Dit wordt ondervangen door het Hicks-Kaldor-compensatiecriterium. Als degenen die er bij een maatregel op vooruitgaan, degenen die erop achteruitgaan kunnen compenseren, dan is er sprake van een welvaartswinst. In dat geval is er dan een Pareto-verbetering mogelijk, waarbij niemand erop achteruitgaat en minstens één individu erop vooruitgaat.

In werkelijkheid wordt er vaak niet gecompenseerd, en daardoor doet het Hicks-Kaldor-compensatiecriterium ook geen opgeld. Bedenk hierbij dat een gemonetariseerd maatschappelijk effect van 1.000 euro voor iemand met een laag inkomen in een MKBA minder zwaar zal wegen dan een effect van 1.001 euro voor iemand met een veel hoger inkomen. Het welbevinden van het individu met het lage inkomen zal echter sterker door de 1.000 euro worden

beïnvloed dan het welbevinden van het individu met het veel hogere inkomen door de 1.001 euro.

Het Hicks-Kaldor-compensatiecriterium is een noodgreep die nodig wordt geacht om MKBA's te kunnen maken. Zonder dit criterium is het niet meer mogelijk om objectief vast te stellen of er sprake is van een welvaartsstijging. De nutsniveaus van individuen kunnen nu eenmaal niet objectief gemeten en vergeleken worden.

GEVOLGEN

In de Algemene leidraad wordt onderkend dat de verdeling van kosten en baten over verschillende groepen in de beleidsdiscussies een grote rol speelt. Ik bespreek hier drie gevolgen.

Onderwaardering welvaartseffecten van lage inkomens

Verschillen in betalingsbereidheid hangen vaak meer samen met inkomensverschillen dan met de verschillen in veranderingen in individuele welvaart. In een MKBA wegen daardoor de welvaartseffecten voor mensen met een hoog inkomen zwaarder dan voor mensen met een laag inkomen, zonder dat men zich daar bewust van schijnt te zijn. Zelfs als er in een MKBA expliciet aandacht aan verdelingseffecten wordt besteed, komt dit aspect vaak niet naar voren.

In de Algemene leidraad wordt de waardering van geluidhinder als voorbeeld genomen: "De impliciete prijs van een leefomgevingseigenschap vormt een indicator voor de betalingsbereidheid ervoor." (p. 104) De gevolgen zijn duidelijk: als er een MKBA wordt gemaakt voor een weg die óf langs tien woningen voert die naar schatting in waarde van 600.000 euro naar 500.000 euro zullen dalen, óf langs tien woningen die naar schatting daardoor van 200.000 euro naar 150.000 euro zullen dalen, dan zal volgens de MKBA-systematiek het geschatte welvaartsverlies voor de eerste groep groter zijn dan voor de tweede groep. Of dit in termen van welbevinden ook zo is, valt te betwijfelen.

Deze onderwaardering speelt ook een rol bij het kwantificeren van de reistijdwinst. Het Kennisinstituut voor het Mobiliteitsbeleid van het Ministerie van Infrastructuur en Milieu adviseert een waarde van 6 euro per uur tijdswinst in bus, tram en metro voor individuen met een inkomen tot 1.875 euro per maand, en van 11,75 euro voor individuen met een inkomen dat hoger is dan 4.325 per maand (KiM, 2013, tabel B1). In de MKBA voor de sportcampus Rotterdam is om deze reden de reistijdwaardering naar beneden bijgesteld. Omdat in de wijken rondom deze campus het gemiddelde inkomen per uur op tachtig procent van het Nederlandse gemiddelde lag, kwam de tijdswinst uit op slechts 8,77 euro per uur (Van der Meulen en Pater, 2013).

Beperkt nut onderzoek zonder verdeling

Cijfers uit onderzoek kunnen niet zonder meer gebruikt worden voor een MKBA. Zo stelt het Planbureau van de Leefomgeving: "De waarde die mensen aan een goede gezondheid geven, is sterk afhankelijk van het inkomen, de levensfase, sociaal-culturele aspecten, persoonlijke omstandigheden en dergelijke. Een bepaalde vraagstelling kan dus niet zonder meer worden gebruikt in een heel andere context." (Kunselser en Renes, 2012, p. 17) Concreet: de betalingsbereidheid voor een bepaalde gezondheidswinst zal

over het algemeen lager zijn als iemand een maandinkomen van 2.000 euro heeft, dan als hij een inkomen van 5.000 euro heeft.

Ethische overwegingen belangrijk

Onderzoek geeft aan dat mensen met een netto besteedbaar inkomen beneden de 1.000 euro bereid zijn om maar de helft te betalen voor een Quality-Adjusted Life Year (QALY) van het bedrag dat mensen met een netto-inkomen boven de 3.500 euro bereid zijn om te betalen (Koopmans et al., 2016). Het is in de praktijk niet zo dat onderzoekers bij MKBA's met een lagere waarde voor een QALY rekenen wat betreft mensen met een laag inkomen. De keuze om niet met een lagere QALY te rekenen voor mensen met een lager inkomen is toe te juichen, maar geeft wel de beperkingen en ethische dilemma's aan.

VERDELINGSEFFECTEN IN MKBA'S

Een directe vergelijking van het nutsniveau van verschillende individuen is niet mogelijk. Maar het is wel mogelijk om de subjectieve beleving van iemands emotionele welbevinden of geluk, en ook de waardering die men geeft aan het leven dat men leidt, te onderzoeken als een functie van het inkomen. Kahneman en Deaton (2010) vonden dat het emotionele welbevinden van respondenten toenam tot aan – gemiddeld – een inkomen van 75.000 dollar, en dat de waardering voor het eigen leven dat iemand leidt door bleef stijgen, maar minder dan evenredig. Dit ondersteunt de stelling dat er een afnemend marginaal nut van inkomen is.

Er zijn verschillende onderzoeken die een schatting maken van het welbevinden dat mensen met onderling verschillende inkomens aan hun eigen inkomen ontleen. Door in MKBA's gebruik te maken van de resultaten van dit soort onderzoek, kan er tegemoet worden gekomen aan het bezwaar dat de belangen van mensen met een lager inkomen minder zwaar wegen dan die van mensen met een hoger inkomen.

Loomis (2010) stelt voor om de netto-baten per inkomensgroep een wegingsfactor mee te geven, en dan liefst een wegingsfactor die gebaseerd is op empirisch onderzoek. Dit leidt echter tot extreme en politiek onhaalbare uitkomsten. Loomis verwijst naar Layard et al. (2008) die de elasticiteit van het marginale nut met betrekking tot inkomen schat op 1,26. Dat betekent dat het marginale nut dat een individu met een inkomen van 1.000 euro aan een euro ontleent $10^{1,26} = 18,2 \times$ zo groot is als het marginale nut dat een individu met een inkomen van 10.000 euro daaraan ontleent. Deze factor zou terug moeten komen in de relatieve waardering van de welvaartseffecten. Zou men uitgaan van een loglineair verband, dan is er altijd nog sprake van een factor 10 verschil.

Het voorstel om de baten en lasten uit een MKBA te wegen met een factor die afhankelijk is van de hoogte van iemands inkomen, kan in schril contrast staan met de praktijk waarin vaak wel de lagere betaalbaarheid van mensen met een laag inkomen wordt meegenomen, maar de hiermee berekende welvaartseffecten simpel worden geaggregeerd.

Door deze effecten simpel te aggregeren worden welvaartseffecten voor mensen met een laag inkomen lager ingeschat dan even grote welvaartseffecten voor mensen

met een hoog inkomen – en dat terwijl eerder het tegenovergestelde zou moeten gebeuren. Want eenzelfde bedrag aan betalingsbereidheid betekent voor iemand met een laag inkomen een groter welvaartseffect en zou dus juist zwaarder moeten wegen.

OPLOSSINGEN

De gevolgen van inkomensverdeling op de uitkomsten van MKBA's zijn fundamenteel. Het enkel opnemen van die verdeling als pm-post, zonder rekening te houden met de relatie tussen inkomen en betalingsbereidheid, is niet afdoende. Er zijn drie manieren denkbaar om daarmee om te gaan, al naar gelang hoe substantieel deze bezwaren geacht worden.

Niet de verkeerde kant op werken

Daar waar er schattingen bestaan van de betalingsbereidheid per inkomensklasse hoeft men daar nog niet mee te rekenen. Het is beter toch te werken met prijzen die voor alle inkomensgroepen gelijk zijn. Bij het voorbeeld van de sportcampus Rotterdam zou dat betekenen dat er niet gerekend wordt met een betalingsbereidheid voor de reistijdreductie van 8,77 euro, maar met een betalingsbereidheid van 11,14 euro.

Wegingsfactor per inkomensgroep

Als er een MKBA uitgevoerd wordt, moeten de opstellers zich ervan bewust zijn dat inkomens invloed hebben op de betalingsbereidheid van mensen. Werken met verschillende gewichten voor verschillende inkomensgroepen kan verdedigd worden door erop te wijzen dat het daarmee wel mogelijk is om het subjectieve welbevinden van mensen onderling te vergelijken. De methode resulteert echter in extreme gewichten die moeilijk verdedigbaar zijn en politiek niet haalbaar lijken. Mogelijk dat een gevoeligheidsanalyse waarin een wegingsfactor per inkomensgroep wordt gehanteerd hier een uitkomst biedt.

Andere rol MKBA

Laatste optie is om, zoals Lewis en Currie (2016) in navolging van Nobelprijswinnaar James Buchanan, te stellen dat de geaggregeerde sociale welvaartseffecten geschat in een *state-of-the-art*-uitgevoerde MKBA weinig of niets zeggen over de werkelijke welvaartseffecten, en om dus voor een ander gebruik van MKBA's te pleiten.

Volgens Lewis en Currie zouden MKBA's niet als technisch advies van onafhankelijke onderzoekers ter ondersteuning van de besluitvorming door politici moeten dienen, maar kan een MKBA een rol vervullen in een proces waarin

stakeholders, experts en facilitatoren proberen tot een consensus te komen wat betreft de alternatieven voor een beleidsmaatregel. Tijdens dit proces komt de waardering van de maatschappelijke effecten tot stand of wordt aangepast.

Bij conventionele MKBA's worden waarden (waarden voor tijd, leven, omgeving, faciliteiten en dergelijke) gemeten op basis van historische data waarvoor er ofwel gebleken voorkeuren ofwel beweerde voorkeuren (*contingent valuation*) zijn onderzocht. Lewis en Currie (2016) gaan echter uit van de veronderstelling dat waarden vorm krijgen tijdens een proces waarin de aanstaande verandering wordt bediscussieerd. In deze context zijn empirisch afgeleide schattingen op basis van historische data *vertrekpunten* in een voortschrijdend proces – belangrijke vertrekpunten weliswaar, maar niettemin vertrekpunten.

De methode vergt echter een geheel nieuwe aanpak, waarvan het de vraag is of deze niet erg idealistisch is. Om tot een consensus te kunnen komen tussen alle partijen, is het toepassen van deze methode een belangrijke voorwaarde.

LITERATUUR

- Groot, N. de, en H. Mateman (2014) *Zicht op effect: een overzicht van instrumenten om zelf het effect van je aanpak te meten*. Utrecht: Movisie.
- Haarhuis, C., M. Smit en S. Keulemans (2014) Ex ante onderzoek in beeld: over aard, aantal en gebruik van ex ante onderzoek bij beleidsvoorbereiding. *Beleidsonderzoek Online*, juni 2014. Te vinden op <http://tijdschriften.boombestuurskunde.nl>.
- Kahneman, D. en A. Deaton (2010) High income improves evaluation of life but not emotional well-being. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 107(38), 16489–16493.
- KiM (2013) *De maatschappelijke waarde van kortere en betrouwbaardere reistijden*. KiM-13-A03a. Den Haag: Kennisinstituut voor Mobiliteitsbeleid.
- Koopmans, C., A. Heyma, B. Hof et al. (2016) *Werkwijzer voor kosten-batenanalyse in het sociale domein. Literatuur en bijlagen*. SEO Rapport, 2016-11B. Amsterdam: Stichting Economisch Onderzoek.
- Kunselser, E. en G. Renes (2012) *Gezondheid in maatschappelijke kosten-batenanalyses van omgevingsbeleid*. PBL Publicatie, 550051004. Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving.
- Layard, R., S. Nickell en G. Mayraz (2008) The marginal utility of income. *Journal of Public Economics*, 92, 1846–1857.
- Lewis, D. en I. Currie (2016) *A new role for cost-benefit analysis in Canadian transportation infrastructure investment*. CSL Report, 2016-02. Ottawa: Centre for the Study of Living Standards.
- Loomis, J. (2010) *Importance of incorporating distributional issues in benefit cost analysis*. Fort Collins: Colorado State University. Publicatie te vinden op d7stage.evans.uw.edu.
- Meulen, G. van der, en M. de Pater (2013) *MKBA Sportcampus Rotterdam: actualisatie*. Eindrapport. Amsterdam: Decisio.
- Renes, G. en G. Romijn (2014) Een algemene leidraad voor maatschappelijke kosten-batenanalyse. *ESB*, 99(4696S), 6–11.
- Romijn, G. en G. Renes (2013) *Algemene leidraad voor maatschappelijke kosten-batenanalyse*. CPB Boek 10. Den Haag: CPB en PBL.

In het kort

- ▶ Individuele welvaartseffecten in MKBA's zijn kleiner voor lage inkomens als ze worden uitgedrukt in euro's.
- ▶ Bij simpel optellen van de individuele welvaartseffecten wegen de effecten voor lage inkomens minder zwaar.
- ▶ Beslissingen op basis van een positief MKBA-saldo zijn niet per definitie welvaartsverhogend.

“Zwoegen in de zomer”

De zomer is weer begonnen. Lekker hoor, die zon, maar hoe zit met de economie bij zomerse temperaturen? Richard Tol, hoogleraar Economie en Klimaatverandering aan respectievelijk de University of Sussex en de Vrije Universiteit Amsterdam, werkte mee aan een onderzoek dat tot de conclusie komt dat de klimaatverandering een negatief economisch effect heeft van 5,6 procent op de stedelijke economieën tot aan 2100.

Hoe zit dat precies?

“Het leeuwendeel van de onderzoeken die naar de gevolgen van klimaatverandering kijken, houden geen rekening met het feit dat grote steden met versterkte effecten te maken krijgen. Dat komt door het hitte-eilandeffect: beton en asfalt houden meer warmte vast dan vegetatie of water. Dit heeft invloed op het lokale klimaat. Het stadsverkeer, dat ook warmte uitstoot, draagt nog extra aan die opwarming bij. Ook neemt het energieverbruik in steden flink toe naarmate het kwik de twintig graden passeert, dit is schadelijk voor de economie. Wij hebben rekening gehouden met deze effecten tijdens ons onderzoek en komen daardoor tot dit resultaat. Nederlandse steden komen er overigens relatief goed van af doordat deze dichterbij de zee liggen en minder hoogbouw kennen.”

Moeten jongeren zich zorgen gaan maken over hun toekomst door deze bbp-daling van 5,6 procent?

“Daar is altijd veel verwarring over. De percentages zijn groot, maar dat is de tijdspanne ook, want we spreken over het einde van de eeuw. Het is een puurwelvaartseffect dat wordt uitgedrukt als een verlies in inkomen. Zes procent verlies in inkomen is drie, misschien vier jaar verlies aan economische groei. Als je er op die manier naar kijkt dan is dat verlies dus helemaal niet zo groot. Het niveau van de economie dat je anders in 2100 zou halen, zou je nu dan in 2104 bereiken.”



RICHARD TOL

Heeft klimaatverandering niet ook voordelen voor de economie?

“Ik denk niet dat de voordelen van klimaatverandering groot genoeg zijn om een nationale economie op te trekken. Maar er zijn wel degelijk bedrijfstakken die er voordeel uit kunnen halen, denk maar aan de jongens en meisjes in Delft die heel veel weten over hoe je nu eigenlijk met water om moet gaan. Macro-economisch gezien heb je echter natuurlijk niets aan een dijk, het is een puur defensieve investering, maar het is wel goed voor de economie van Delft.”

Veel mensen zien klimaatverandering als een van de grootste problemen in de nabije toekomst. Is dat terecht?

“Het idee dat klimaatverandering momenteel het grootste probleem voor de mensheid is, is bizar. Een welvaartsverlies van zo'n zes procent per eeuw valt in het niet bij de ellende die veroorzaakt is door de Europese Monetaire Unie in bijvoorbeeld Griekenland, waar binnen vijf jaar een derde van het inkomen verdwenen is. Maar ook dit verbleekt wanneer we kijken naar het menselijk leed in een land als Syrië. Mensen die beweren dat klimaatverandering momenteel het grootste probleem is, zeggen dit vaak om de aandacht af te leiden van andere zaken.”

Dus we kunnen lekker gaan genieten van de zon deze zomer?

“De zon is prima om van te genieten, maar niet om onder te werken. Als het voor mensen relatief heet is, dan heeft dit een dempend effect op de arbeidsproductiviteit. Dus het maakt niet uit of je het over een hittegolf hebt in Nederland of Brazilië, het leidt altijd tot problemen. Daarnaast zijn werknemers vermoeider en gestreter tijdens hete dagen waardoor ze meer slechte keuzes maken en er vaker ongelukken plaatsvinden. Maar ja, we kunnen een stuk zorgelozer van de zon genieten dan menig klimaat-paniekzaaier doet vermoeden.”

Colofon

Economisch Statistische Berichten (ESB) signaleert nieuwe ontwikkelingen in de economische wetenschap. Daarnaast worden in ESB economische inzichten toegepast om beleidsrelevante aanbevelingen te doen voor de overheid, maatschappelijke instellingen en bedrijven. Ook analyseert ESB de belangrijkste ontwikkelingen in de Nederlandse economie. Artikelen in ESB verschijnen op persoonlijke titel.

Redactie

Hoofdredacteur: Jasper Lukkezen
Eindredacteur: Robert Kleinknecht
Redacteur: Ruben van Oosten,
Paul Metzmakers

Redactiemedewerkers: Gertjan Dordmond,
Matthijs Hut
Tekstredactie: De Twee Hanen v.o.f.
Vormgeving: Jacques van Schie
Uitgever: Jeroen van Dijk

Commissie van redactie

H.G. van Dissel (voorzitter),
P.H.B.F. Franses, E. de Jong, H.J. de Jong, A.C.
Meijdam, J. Plantenga, P. Vergauwen en W.F.C.
Verschoor

Rechten

ESB is een uitgave van FD Mediagroep.
De Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde is houder van de merknaam ESB.
Foto's: Peter Boer, Hollandse Hoogte / Jan van

Veen, Rob Huibers; iStock / Lekkyjustdoit,
Redlinevector, _human, Doppelganger4, AAA-
pictures, lolloj, Kenishirotie, markrhiggins,
Ocskaymark; Strip Van Zanten: Roger Klaassen.

Publiceren

Aanwijzingen voor het aanleveren van kopij vindt u op www.esb.nu/service/publiceren.

Abonneren

U kunt een abonnement direct online afsluiten. Ga hiervoor naar www.esb.nu/service/abonneren.

Adverteren

Neem contact op met Jeannette van Zeijst, 020 592 86 35, jeannette.van.zeijst@fdmediagroep.nl.

Contact

Telefoon redactie: 020 592 87 77
Email redactie: redactie@esb.nu
Telefoon klantenservice: 0800 333 33 34
Email klantenservice: klantenservice@esb.nu

Postadres: Postbus 216, 1000 AE Amsterdam
Bezoekadres: Prins Bernhardplein 173,
1097 BL Amsterdam
Webadres: www.esb.nu
ISSN: 0013-0583

Verschijningsdata ESB:

10 aug., 7 sep., 12 okt.,
16 nov., 21 dec.



'Social progress for resilient regions'

Een gevoel van ongelijkheid neemt toe. Regionale verschillen zijn in Nederland minder groot dan in veel andere landen, toch is het belangrijk om ongelijkheden te benoemen en waar mogelijk te verkleinen. Deze opgave - hoe zorgen we voor economisch sterke en sociaal veerkrachtige regio's, staat centraal in een unieke internationale bijeenkomst met toonaangevende wetenschappers en beleidsmakers.

ERSA Policy Day : Waar regionaal beleid en wetenschap samenkomen!

Op **31 augustus 2017** is de **ERSA Policy Day** in Groningen. Het programma voor deze dag bestaat uit sprekers (Lemaître - Europese Commissie; Oliveira Martins - OECD; Van Ballekom - Europese Investeringsbank) en interactieve sessies over de circulaire economie, regionale ongelijkheid, regionale concurrentie, de 'next economy' en regionaal geluk. Hier gaan deelnemers in gesprek met topwetenschappers, gemeentelijke bestuurders, topambtenaren en onderzoeksbureaus. De voertaal van deze dag is Engels en de kosten bedragen €150. Kijk voor meer informatie op groningen.ersa.org

29 August - 1 September 2017 - Groningen, The Netherlands - groningen.ersa.org

 **ersa**
57th Congress
Groningen



Call for papers

Voor de komende **ESB**-nummers werkt de redactie aan de volgende thema's. Doet u mee? Bijdragen kan via het schrijven van een artikel.

Juni: De toekomst van het pensioenstelsel

Juli/augustus: Corporate governance met een blik op de lange termijn

September: Innovatie in het betalingsverkeer (dossier)

September: Het belastingstelsel op de schop (Prinsjesdag-ESB)

Oktober: De toekomst van de Europese Unie (dossier)

Laatste kwartaal : Energietransitie

Monetair beleid

Kwaliteitscontrole universiteiten

Informatie over de deadlines en stijlregels vindt u op onze website:
<https://esb.nu/call-for-papers>.



