

# Hoe verder in ondernemingsland

## Wie heeft er nog de macht?

Arnout Boot

Corporate governance was tot voor kort eenvoudig. Voor de grotere Nederlandse beursvennootschappen gold dat het management tezamen met de Raad van Commissarissen de dienst uitmaakte, en ze moesten het wel heel bont maken voordat er rumoer ontstond. Aandeelhouders moesten vooral niet te moeilijk doen. Zelfs in de Amerikaanse praktijk was dit niet eens zo anders. Een nogal nostalgische (of misschien naïeve), maar zeer succesvolle Amerikaanse bestuursvoorzitter verwoordde het onlangs nog als volgt: "If you do not like us, sell your shares".



Het kan verkeren. Nederlandse bedrijven, zoals VNU, CSM, TNT en zelfs DSM, voelen alle de druk van private equity investors. Deze snel zichzelf mobiliserende grootaandeelhouders hebben in korte tijd veel macht veroverd. Erger nog, ondernemingen voelen zich in een spagaat. Ze worden niet alleen met de wederopstanding van aandeelhouders geconfronteerd, maar tegelijkertijd ook met allerlei extra regels en eisen die voortkomen uit nieuwe wet- en regelgeving die is aangenomen in de sliptestream van de schandalen rond 2000.

Door alle regels die uit de Sarbanes Oxley Act voortkomen en de Europese varianten daarop – vergelijk ook de Code Tabaksblat – is het al bijna zo dat je een soort compliance-afdeling op moet zetten om aan alle corporate governance richtlijnen, aanbevelingen, etc. te voldoen. Zorg dat je gedekt bent, is het devies. Dus toch 'box ticking' ondanks de principes die bijvoorbeeld Tabaksblat probeert centraal te stellen. Rem op het pedaal lijkt het devies. Erger nog. Corporate governance dwingt je vaak om achteruit te kijken. Verantwoording afleggen over wat gebeurd is, terwijl je als ondernemer met de toekomst bezig bent. Een soort samenspel dus, remmen en tegelijk in de achteruitkijkspiegel moeten kijken. Natuurlijk chargeer ik, maar een kern van waar-

heid is er wel degelijk. Dus hoe belangrijk ik corporate governance ook vind, een negatieve kant is er zeker.

### Onderneming in spagaat?

Ja, de beursvennootschap bevindt zich in zwaar weer. Aan de ene kant de toenemende regeltjes, aan de andere kant het ontstaan van machtige aandeelhouders. Om eerlijk te zijn, verwacht ik aan het wet- en regelgevende front niet veel verlichting: de legitieme zorgen over het beschermen van anonieme aandeelhouders in de openbare kapitaalmarkten zullen het winnen van de bestuurders die zorgen hebben over de negatieve kanten van corporate governance.

Tegelijkertijd lijkt er ook aan de kant van de machtige aandeelhouders – de private equity investors in het bijzonder – geen verlichting in zicht. Voor Nederlandse bedrijven hangt deze samen met een andere belangrijke wetgevende ontwikkeling: de ontmanteling van juridische beschermingsconstructies. Nederland kende traditioneel een zware juridische bescherming, die door de EU zwaar op de proef wordt gesteld. Het principe one-share-one-vote krijgt op Europees niveau een zwaar gewicht en juridische beschermingsconstructies zijn hier veelal mee in strijd<sup>1</sup>. Juist Nederland wordt hierdoor buitengewoon gevoelig voor private equity partijen, en voor de mobilisatie van grootaandeelhouders in het algemeen<sup>2</sup>.

Voor Nederland geldt dit zwaarder dan het buitenland. Continentaal Europa heeft cross-holdings en andere vormen van economische bescherming via specifieke eigendomsverhoudingen, bijvoorbeeld piramidestructuren. Dit laatste is misschien verrassend, maar zowel in de Scandinavische landen, Duitsland als Latijns-Europa (dat al bij de Nederlands-Belgische grens begint...) zijn dergelijke eigendomsverhoudingen de regel. Nederland daarentegen heeft een veel transparantere eigendomsstructuur waarbij ondernemingen veelal direct in handen zijn van beleggers.

Ook de Verenigde Staten kennen meer bescherming. Ten onrechte denken we dat aandeelhouders het daar zo maar voor het zeggen hebben. Wie de film 'Wall Street' met Michael Douglas voor zich ziet, herinnert zich een agressieve raider die een mooi familiebedrijf probeert op te kopen om het vervolgens in stukjes te hakken, omdat dat meer geld oplevert. Macht voor aandeelhouders lijkt een vanzelfsprekendheid. Toch was en is dat niet de Amerikaanse praktijk, althans niet in die mate die vaak wordt gedacht. De ondernemingsleiding van een Amerikaans beursfonds is nadrukkelijk beschermd tegen aandeelhouders. Zo kunnen bestuurders en/of commissarissen niet zo maar worden weggestuurd<sup>3</sup>.

Prof. dr. Arnout W.A. Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam, en directeur van het interfacultaire Amsterdam Center for Law & Economics. Tevens is hij directeur van het Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF), en adviseur en commissaris bij verschillende bedrijven en instellingen.

De bekende Amerikaanse econoom Galbraith sprak dan ook niet ten onrechte van managerial capitalism: het management had en heeft veel macht. De invloed van aandeelhouders is meer achteraf. Achterblijvende ondernemingen in de Verenigde Staten zullen vroeg of laat worden overgenomen, dit is de zogenaamde 'market for control'.

In de vergelijking met de dreiging van 'private equity' in Nederland lijkt dit enigszins overeenkomstig. Private equity partijen zijn er immers ook vaak op uit om een onderneming over te nemen. Toch lijkt er een verschil. De dreiging die momenteel in Nederland uitgaat van private equity lijkt groter. Naast minder bescherming, zou een reden hiervoor kunnen zijn dat Nederlandse bedrijven door een gewenningsproces gaan.

Tussen de VS en Nederland (en grote delen van Europa) bestaat nog een ander verschil. De wijzigingen in corporate governance alhier hebben aandeelhouders veel grotere zeggenschap gegeven over ondernemingsbesluiten, zie bijvoorbeeld de eis in de Tabaksblat code dat materiële beslissingen worden voorgelegd aan de aandeelhouders. Een dergelijke inspraak vooraf staat haaks op de Amerikaanse praktijk die veeleer controle-rend achteraf is.

Voor Nederlandse bedrijven zou dit kunnen betekenen dat er nauwelijks meer sprake is van een mandaat voor de ondernemingsleiding. Zij wordt immers zowel vooraf als achteraf aan banden gelegd. Hoewel dit wat extreem is geformuleerd, is dit wel degelijk een zorg. Als inderdaad het aan een mandaat ontbreekt dan veroorzaakt dit mogelijk een extra grote aanslag op het ondernemende karakter van de onderneming.

### Wat nu?

Voordat u concludeert dat ik de macht van aandeelhouders wil terugdringen, wil ik graag snel een belangrijke nuancering plaatsen. Veel Nederlandse bedrijven die in het nieuws kwamen door een opstand onder aandeelhouders hadden dit helemaal aan zichzelf te wijten. VNU presteerde onvoldoende, was er niet in geslaagd een aantal overnames tot een goed einde te brengen en kon dan ook niet verwachten dat aandeelhouders zouden instemmen met (weer) een grote overname. Een vlucht naar voren is zelden optimaal. De snel gemobiliseerde aandeelhouders voorkwamen dit. Ik zie dit dus positief.

Wel is het zo dat ondernemingen door de macht van de aandeelhouders sneller in een verdomhoekje terecht komen. Als aangeschoten wild gaan ze dan door het leven en ze kunnen niets meer goed doen. Dit is een duidelijke verharding van het speelveld. Grosso modo is dit echter positief.

Maar toch, beursgenoteerde ondernemingen zijn in een veelsoortige spagaat terecht gekomen. Regels aan de ene kant, agressieve aandeelhouders aan de andere kant... Het is niet alleen maar positief zoals ik al aangaf. Een paar opmerkingen – hopelijk wat richtinggevend – tot slot. Is het inderdaad zo dat de toenemende regelgeving leidt tot minder flexibiliteit en haaks kan staan op onderne-

merschap? Ik denk dat dit het geval is, maar een nauwkeurige afbakening van regelgeving is nodig. Als het gaat om de financiële markt, dan hebben we het over regels die bijvoorbeeld gelijke informatievoorziening aan de markt bewaken, regels met betrekking tot handel met voorkennis, etc. Dit reken ik tot de gewenningsregels. Ik geloof niet dat deze regels uiteindelijk echt belemmerend zijn.

Anders is het voor corporate governance regels die meer intern zijn gericht (ondernemingsrecht, zie ook Tabaksblat code). Hier zit wel een probleem. Dit is waar het gaat over bijvoorbeeld boxticking, in plaats van sturing op basis van principes. Regels die direct ingrijpen op het ondernemingsbestuur, bijvoorbeeld maxima stellen aan het aantal commissariaten per persoon of een verbod op het opnemen van voormalige bestuurders in de Raad van Commissarissen, zijn vaak optimaal, maar niet altijd. Een vraag is ook of de aandeelhoudersvergadering (AvA) hier niet over moet gaan. Ook het genoemde gebrek aan mandaat. Hier zie ik dus wel een probleem, en is de vraag volgens mij terecht of we wel op de goede weg zijn.

Ik maak me geen zorgen over de vermeende korte termijn focus van private equity investors. Ik zie niet in waarom zij als korte termijn moeten worden gekarakteriseerd. Zij gaan voor maximalisatie van de aandeelhouderswaarde en dat lijkt me in principe goed. Probleem zit veelal bij de respons van management als er druk van private equity beleggers komt. In een poging om ze van het lijf te houden, komt het management met mogelijk allerlei op de korte termijn gerichte acties... plotselinge aandeleninkoop, plotseling besluiten om toch bepaalde activiteit af te stoten, etc. etc. Dit paniekvoetbal wordt gedeeltelijk in de hand gewerkt door de wel erg open eigendomsstructuur in Nederland. Enige tijd voor reflectie moet er zijn.

Bovenal echter zijn de problemen van nu grotendeels overgangsproblemen. We zijn op zoek naar een nieuw evenwicht, en dit kost tijd. ■

### Noten

- 1 Dit is niet meer dan een observatie van mijn kant. Het is zeker niet zo dat one-share-one-vote per definitie optimaal is. De wetenschappelijke literatuur is hierover niet eenduidig. Theoretisch bezien valt onder bepaalde omstandigheden af te leiden dat one-share-one-vote optimaal is. Maar er zijn evenzeer omstandigheden denkbaar waarbij dual class shares optimaal kunnen zijn. De uitstervende Nederlandse praktijk van certificering, waarbij stemmen terechtkwamen bij een administratiekantoor dat geen kapitaalbelang had in de onderneming, kan niet als optimaal worden afgeleid. Het op een of andere manier koppelen van stemmen aan een kapitaalbreng in de onderneming is noodzakelijk.
- 2 De consequenties hiervan zien we ook terug bij discussies over overheidsbedrijven en/of publieke sectoren. De vraag speelt bijvoorbeeld of de overheid moet blijven vasthouden aan aandeelhouderschap in bedrijven omdat juridische kunstmatige veiligheidskleppen – lees gouden-aandelen – door Europa worden weggevaagd.
- 3 Dit verwijst naar de gangbare 'staggered boards', waarbij telkens maar een deel van de board door aandeelhouders kan worden weggestemd.