Het hoe en waarom van consentaandelen

Sjoerd Romme en Gerard Endenburg

SAMENVATTING De sterk verouderde structuur van de kapitaalmarkt en de vennootschap verschaft een vruchtbare voedingsbodem voor fraude, bedrijfsblindheid, misbruik van bedrijfsmiddelen, ontoereikende accountantscontrole en klachten over het gebrek aan invloed van aandeelhouders op beursgenoteerde ondernemingen. Een herbezinning op de vennootschap, het aandeel en de aandeelhouder noodzaakt tot fundamentele oplossingen. In dit artikel wordt een mogelijke oplossing verkend, namelijk een vennootschap op basis van consentaandelen. Betoogd wordt dat deze vennootschapsvorm bijdraagt aan een moderne invulling van eigendomsverhoudingen waarin kapitaalverschaffers gelijkwaardig zijn aan andere 'eigenaars', zoals de verschaffers van arbeid en kennis.

1 Inleiding

De recente berichten over Enron's ondergang en misbruik van bedrijfsmiddelen binnen Asea Brown Boveri (ABB) hebben de discussie over de relatie tussen kapitaalmarkt en bedrijfsleven, en in het bijzonder de rol van accountants, nieuw leven ingeblazen. In tegenstelling tot het zoeken naar oplossingen in de sfeer van gedragscodes voor verschillende partijen, pleiten we in dit artikel voor een meer diepgaande analyse van de ontwikkeling van de relatie tussen kapitaalmarkt en bedrijfsleven.

De opbouw van het betoog is als volgt. Eerst bespreken we hoe de structuur van de kapitaalmarkt ongewenste excessen oproept en mogelijk maakt (paragraaf 2 en 3). Vervolgens wordt nader ingegaan op de rol van de aandeelhouder (paragraaf 4). Ten slotte bespreken we een mogelijke oplossingsrichting in de vorm van het herontwerp van de relatie tussen aandeelhouder en onderneming op basis van consentaandelen (paragraaf 5).

Prof. Dr. A.G.L. Romme is hoogleraar Management aan de Universiteit van Tilburg. Prof. Dr. G. Endenburg is honorair hoogleraar Lerende Organisatie aan de Universiteit Maastricht en directeur van het Sociocratisch Centrum Nederland.

2 Relatie tussen kapitaalmarkt en bedrijfsleven

Van oudsher is de kapitaalmarkt een markt waar transacties tot stand komen die zijn gebaseerd op duurzaamheid en wederzijdse betrokkenheid, ofwel een *win-win*-relatie in het moderne managementjargon (Romme en Endenburg, 1998). Deze oorspronkelijke structuur van de kapitaalmarkt is ontstaan in het (pré-)industriële tijdperk waarin enerzijds financiële middelen zeer beperkt voorhanden waren en anderzijds de behoefte aan kapitaal zeer snel steeg. De ontwikkeling van intermediaire organisaties, zoals beleggingsfondsen en effectenbanken, en publieke regelgeving op het terrein van financiële verslaggeving, stond nog in de kinderschoenen. Derhalve waren zowel vragers als aanbieders op de kapitaalmarkt aangewezen op duurzame vertrouwensrelaties. In diezelfde periode kwam ook het ondernemingsrecht tot wasdom, vooral in de vorm van rechtspersonen zoals de naamloze vennootschap. Deze rechtspersonen zijn gebaseerd op de veronderstelling dat de financiële eigenaar de ultieme bron van formele macht en bevoegdheid is en moet zijn (Galgano, 1991; Hansmann, 1996).

Door de ontwikkeling naar goed georganiseerde en gereguleerde kapitaalmarkten, zoals de Amsterdamse beurs, heeft het aandeel zich ontwikkeld tot een financieel product dat zelfstandig en zonder directe bemoeienis van de kapitaalnemer verhandelbaar is. In plaats van op de win-winrelatie tussen aanbieder en vrager komt de nadruk hierdoor in toenemende mate

op de win-verliesrelatie tussen (potentiële) kapitaalverschaffers te liggen (Romme en Endenburg, 1998). Dit is in essentie de voedingsbodem voor de 'winner takes all'-cultuur van de financiële wereld, waarin koersontwikkelingen in hoge mate worden bepaald door strategisch en opportunistisch handelen van de deelnemers, en in beperkte mate door de reële waarde van de betreffende ondernemingen (Abolafia, 1996).

3 Scheiding tussen eigendom en leiding

De scheiding tussen ondernemingstoezicht op basis van financiële eigendom enerzijds en ondernemingsbestuur anderzijds wordt als het centrale probleem van 'corporate governance' beschouwd (Berle en Means, 1932; Blair, 1995; Fama en Jensen, 1983). Het bedrijfsleven heeft in het algemeen in hoge mate geprofiteerd van genoemde scheiding in samenhang met de gewijzigde relatie tussen onderneming en kapitaalmarkt. Dit uit zich met name in de gecombineerde voordelen van professioneel management en vermogensverwerving uit onbeperkte kring.

Van oudsher worden de ongewenste gevolgen van een te ver gaande scheiding tussen eigendom en ondernemingsleiding vooral waargenomen bij het management van grote vennootschappen (Blair, 1995; Jensen en Meckling, 1976). Meer recentelijk zijn ook aan de zijde van de kapitaalverschaffers ongewenste gevolgen van de scheiding tussen eigendom en leiding geconstateerd, zoals in de vorm van fraude, bedrijfsblindheid, misbruik van bedrijfsmiddelen en ontoereikende accountantscontrole. Het Enron-schandaal en de berichten over grootschalig misbruik van bedrijfsmiddelen binnen ABB zijn recente voorbeelden van dergelijke excessen.

Een te ver doorgevoerde scheiding tussen twee subsystemen, in dit geval de kapitaalverschaffers en de onderneming, biedt feitelijk geen mogelijkheden tot sturing. Dat wil zeggen dat deze scheiding een *onbestuurbaar* systeem tot gevolg heeft en daarmee onherroepelijk ongewenste gevolgen, zoals misbruik van middelen, illegaal gedrag, fraude en dergelijke, oproept (Checkland en Scholes, 1990). Deze onbestuurbaarheid doet zich voor vanuit het perspectief van de aandeelhouder, bijvoorbeeld in de vorm van een gebrek aan controle op het ondernemingsbestuur, maar evenzeer vanuit het gezichtspunt van de ondernemingsleiding in de vorm van bijvoorbeeld een gebrekkige afstemming tussen financieel beleid en ondernemingsstrategie of beursfraude door aandeelhouders of anderen (Romme en Endenburg, 1998).

4 Formele versus feitelijke positie van aandeelhouders

De schaarste aan financiële middelen is in de loop der tijd nevengeschikt en in veel bedrijfstakken zelfs ondergeschikt geraakt aan de schaarste van menselijke kennis, intelligentie en creativiteit. In dit verband benadrukken veel auteurs de opkomst van de kennissamenleving waarin het belangrijkste 'kapitaal' bestaat uit het vermogen steeds weer nieuwe vaardigheden en kennis te genereren (Drucker, 1993; Nonaka en Takeuchi, 1995). Als deze ontwikkelingen serieus worden genomen, komt ook de traditionele invulling van eigendomsverhoudingen ter discussie te staan (Romme en Endenburg, 1998).

Bovendien is in de praktijk het financiële eigendom en de daaruit voortvloeiende zeggenschap via de aandeelhoudersvergadering van beursgenoteerde ondernemingen sterk verwaterd door de wildgroei aan beschermingsconstructies en de verspreiding van het aandelenbezit onder een groot aantal onafhankelijke kapitaalverschaffers. Hierdoor is de speelruimte voor de ondernemingsleiding in de naoorlogse periode enorm toegenomen ten koste van de invloed van de aandeelhouder.

Tot op heden ontbreekt een fundamenteel debat over de (structuur)vennootschap als juridisch kader voor het effectief functioneren en presteren van ondernemingen (vergelijk Van Royen, 1996; De Vries, 1996). Het debat over corporate governance, zoals in Nederland gevoerd rondom het rapport van de commissie-Peters, heeft geresulteerd in regels en richtlijnen die slechts symptoombestrijding behelzen. Hiervoor heeft bijvoorbeeld Boot (1996) al eerder gewaarschuwd.

De vennootschap lijkt als rechtspersoon niet meer bij de tijd en vormt in feite een struikelblok voor daadwerkelijke medezeggenschap en governance door aandeelhouders en andere stakeholders (Romme en Endenburg, 1998). Dit vraagt om een fundamentele herbezinning op de rol van de aandeelhouder. Deze herbezinning zal vooral betrekking moeten hebben op de relatie tussen eigendom en zeggenschap. Momenteel leidt het aandeelhouderschap, op papier, tot volledige zeggenschap over de onderneming. Indien bijvoorbeeld één aandeelhouder de meerderheid van de aandelen bezit, kan hij, eventuele beschermingsconstructies daargelaten, de (zeggenschap over de) onderneming dus verkopen of de onderneming opheffen, ongeacht of de leiding en medewerkers van

deze onderneming dat ook gewenst vinden. Dit formele machtsmonopolie van de aandeelhouder vloeit ons inziens voort uit het traditionele aandeel. Het traditionele aandeel is immers gekoppeld aan een formele overmachtspositie ten opzichte van het hoogste besluitvormingsorgaan, onder meer wat betreft verkoop of opheffing van de onderneming, benoeming van commissarissen en de verdeling van het bedrijfsresultaat. De zeggenschap over deze vraagstukken ligt formeel bij de aandeelhouders, maar in de praktijk vooral bij het management, wat uiteindelijk elke andere vorm van medezeggenschap frustreert. Dit laatste verschijnsel is keer op keer waar te nemen indien beursgenoteerde ondernemingen in zwaar weer terechtkomen; de invloed van de ondernemingsraad is dan veelal gering ten opzichte van die van de Raad van Commissarissen, de ondernemingsleiding en de belangrijkste aandeelhouders.

5 De aandeelhouder en het consentaandeel

Een herbezinning op de relatie tussen aandeelhouder en onderneming dient te beginnen bij het vigerende concept van eigendom. Vooral de vanzelfsprekendheid waarmee financiële eigendom in de vorm van aandelen veelal gelijk wordt gesteld aan het eigendom van de onderneming, kan in dit verband ter discussie worden gesteld.

Een interessante oplossingsrichting bestaat uit het ontwerp van een nieuwe vennootschapsvorm die gebaseerd is op het zogenaamde *consentaandeel* (Romme en Endenburg, 1998). Een consentaandeel geeft recht op deelname in het hoogste besluitvormingsorgaan van de onderneming, waarin beslissingen worden genomen met wederzijds consent. De consentregel betekent dat de besluitvorming wordt geregeerd door het principe van consent, dat wil zeggen dat een voorstel is aangenomen wanneer geen van de deelnemers daartegen een overwegend en beargumenteerd bezwaar heeft. De eerder genoemde win-wingedachte is in deze nieuwe vennootschapsvorm concreet uitgewerkt voor de samenwerking tussen aandeelhouders (of een vertegenwoordiger daarvan), andere externe belanghebbenden en de onderneming zelf, en biedt veel grotere mogelijkheden tot sturing en zeggenschap dan in de traditionele rechtspersonen het geval is. De kapitaalverschaffer kan in deze vennootschap de bedrijfsvoering direct beïnvloeden, maar kan dat *niet* doen ten koste van de invloed van andere belanghebbenden. Deze nieuwe rechtspersoon betreft overigens een hernieuwde uitwerking van een al langer door de Nederlandse overheid erkende juridische constructie, in de vorm van een gecombineerde stichting-vennootschap die ook vrijstelling geeft van de verplichting om een ondernemingsraad in te stellen (Romme en Endenburg, 1998).

Het doel van de nieuwe rechtspersoon is een juridische constructie door middel waarvan alle belanghebbenden van die rechtspersoon kunnen deelnemen aan de zeggenschap en de verdeling van de resultaten op basis van gelijkwaardigheid in de besluitvorming. In het toporgaan van die nieuwe rechtspersoon, de topkring, zijn de belanghebbenden samengebracht: dat wil zeggen de commissarissen in de vorm van een aantal externe deskundigen op onder meer financieel en juridisch gebied, de directie en de gekozen personeelsvertegenwoordiging. De kapitaalverschaffer maakt als financieel deskundige deel uit van dat toporgaan en kan aan de besluitvorming met consent deelnemen. De voorwaarden voor een win-winsituatie zijn daarmee voor alle betrokkenen gemaakt. De kenmerkende eigenschappen van het (traditionele) aandeel zijn bovendien deels aangepast:

a het consentaandeel geeft recht op deelname aan de besluitvorming met consent in het toporgaan van de vennootschap, de zogenaamde topkring; dit kan via directe deelname van de kapitaalverschaffer of via een afgevaardigde die in de Algemene Vergadering van Consentaandeelhouders wordt gekozen; een en ander wordt op het aandeelbewijs expliciet aangeven;
b het consentaandeel geeft recht op een deel van het resultaat van die rechtspersoon volgens een zodanige vaste verdeelsleutel dat ook de andere belanghebbenden daar een deel van kunnen krijgen;
c het consentaandeel is evenals andere aandelen in principe vrij verhandelbaar; de topkring van de vennootschap besluit over de uitgifte van nieuwe consentaandelen en certificaten;
d de bestuurlijke verbinding vanuit de vennootschap naar de Algemene Vergadering van Aandeelhouders wordt gevormd door een zogenaamde dubbele koppeling (Romme en Endenburg, 2001), dat wil zeggen dat naast de koppeling die voortvloeit uit a, ook de directie en personeelsafvaardiging van de vennootschap deelnemen in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (al dan niet met stemrecht);
e de Algemene Vergadering van Aandeelhouders is verantwoordelijk voor het formuleren en vaststellen van het financieel-economisch beleid van de vennootschap; de topkring van de vennootschap bewaakt de uitvoering van dit beleid.

Het consentbeginsel en de bestuurlijke verbindingen zoals onder a en d beschreven, beogen een goede en

tijdige afstemming tussen het financieel beleid van de aandeelhoudersvergadering, de bedrijfsvoering, en de controle hierop.

In november 1997 werd te Rotterdam het eerste consentaandeel van de Rotterdamse onderneming Endenburg Elektrotechniek uitgereikt aan een van de medewerkers van dit bedrijf. De ervaringen met consentaandelen in deze onderneming laten zien dat het een uitstekende manier kan zijn om het eigen vermogen onder te brengen bij diegenen die het gegenereerd hebben, namelijk de kapitaal- en arbeidverschaffers (zie voor een uitgebreide bespreking: Romme, 1999; Romme en Endenburg, 2001). Het consentaandeel kan aldus als een concrete uitwerking van de uitgangspunten van het stakeholder-model worden gezien. Het stakeholder-model impliceert onder meer dat de doelstelling of missie van een onderneming breder gedefinieerd moet worden dan alleen de maximalisatie van aandeelhouderswaarde (Romme en Endenburg, 2001).

Het consentaandeel impliceert mogelijkerwijs een vervaging van het klassieke eigendomsbegrip, maar dit is onvermijdelijk en bovendien in de praktijk al langer gaande. Bovendien is het eigendomsconcept dat ten grondslag ligt aan consentaandelen in overeenstemming met de definitie van eigendomsrechten in de 'property rights'-literatuur (zoals besproken in: Romme en Endenburg, 2001). Voor wat betreft sommige economische en fiscale aspecten zijn de implicaties van het consentaandeel overigens nog onduidelijk, mede als gevolg van het ontbreken van een adequaat wettelijk kader.

6 Discussie en conclusie

In dit artikel is betoogd dat, ten eerste, de win-verliesstructuur van de kapitaalmarkt het oorspronkelijke karakter van de relatie tussen aandeelhouder en onderneming volledig heeft ondermijnd. Hierdoor is sprake van een ongewenste scheiding tussen financiële wereld en het bedrijfsleven die de relatie tussen aandeelhouder en onderneming vrijwel geheel onbestuurbaar maakt, en derhalve onherroepelijk illegaal gedrag oproept.

Daarnaast is de exclusieve machtspositie die formeel door de aandeelhouder wordt ingenomen, niet in overeenstemming met het toenemende belang van de menselijke factor in het bedrijfsproces; bovendien is deze formele machtspositie in de praktijk door beschermingsconstructies vrijwel geheel uitgehold.

Een mogelijke oplossing voor deze problematiek vormt een nieuwe vennootschapsvorm die gebaseerd is op consentaandelen. Een consentaandeel geeft recht op deelname in het hoogste besluitvormingsorgaan van de onderneming waarin besluitvorming met wederzijds consent plaatsvindt. Het ontwerp van deze nieuwe vennootschapsvorm heeft eerder een tweetal interessante reacties opgeroepen (Moerland, 1998; Engelen, 2001). Zo betoogt Moerland (1998), naar aanleiding van ons eerste artikel over de nieuwe vennootschapsvorm, dat aandeelhouders ook nu reeds krachtige instrumenten in handen hebben om bestuurders en toezichthouders terecht te wijzen – zoals het onthouden van decharge aan bestuurders en commissarissen en het bepalen van agendaonderwerpen voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Moerland tekent hierbij aan dat dit 'uiteraard een grotere alertheid en betrokkenheid van de zijde van de beleggers dan heden ten dage gebruikelijk is' vereist (Moerland, 1998, p. 716). We hebben eerder in dit artikel betoogd dat de huidige situatie juist gekenmerkt wordt door een gebrek aan adequate instrumenten waarmee de kloof tussen aandeelhouders en onderneming kan worden overbrugd. Instrumenten die in het geheel niet dan wel pas 'achteraf' worden gebruikt om bestuurders ter verantwoording te roepen, roepen het beeld op van het blussen van een uitslaande brand die wordt gevoed door een onuitputtelijke bron van zeer brandbaar materiaal.

De reactie van Engelen (2001) is van een geheel andere strekking. Engelen maakt bezwaar tegen de veronderstelling dat aandeelhouders énige vorm van zeggenschap dienen te hebben. Hij pleit voor uitbreiding van de zeggenschapsrechten van werknemers over met name de inrichting van productieprocessen en de winstbestemming en bovendien voor de 'internalisering van externe belangen binnen de besluitvormingsstructuur van de onderneming' (Engelen, 2001, p. 57). Volgens Engelen is het belangrijker om in te zetten op een diversiteit aan participatievormen – zoals directe participatie op de werkvloer via taakgroepen, indirecte participatie op ondernemingsniveau via vakbonden, ondernemingsraden en raden van commissarissen, en dergelijke – dan 'om het aloude probleem van de scheiding van controle en 'eigendom' via juridische innovaties op te lossen' (p. 57). Ook Engelen pleit dus voor oplossingen die gebruikmaken van bestaande juridische kaders.

Moerland en Engelen gaan in hun reacties beiden voorbij aan onze diagnose van de huidige juridische vennootschapsvorm als niet meer adequaat en boven-

dien onbestuurbaar. Deze onbestuurbaarheid is ook een weerspiegeling van de zeer verschillende centrifugale krachten waaraan ondernemingen bloot staan. Met de bestaande juridische kaders is derhalve slechts symptoombestrijding mogelijk. De hier bepleite vennootschapsvorm op basis van consentaandelen vergroot de mogelijkheden voor preventieve sturing van en toezicht op de onderneming. ■

Literatuur

Abolafia, M.Y., (1996), *Making markets: opportunism and restraint on Wall Street*, Harvard University Press, Cambridge.

Berle, A. en G. Means, (1932), *The modern corporation and private property*, Commerce Clearing House, New York.

Blair, M., (1995), *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Brookings Institution, Washington.

Boot, A.W.A., (1996), Corporate governance: een breder perspectief, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 70, pp. 640-644.

Checkland, P. en J. Scholes, (1990), *Soft systems methodology in action*, Wiley, Chicester.

Drucker, P.F., (1993), *Post-capitalist society*, Butterworth Heinemann, Oxford.

Engelen, E.R., (2001), Waarom zijn er überhaupt aandeelhouders?, in: *M&O, Tijdschrift voor Management & Organisatie*, vol. 55, 3, pp. 54-58.

Fama, E. en M.C. Jensen, (1983), Separation of ownership and control, in: *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-326.

Galgano, F., (1991), The allocation of power and the public company in Europe, in: *R.R. Drury & P.G. Xuereb (red.), European company laws: a comparative approach*, Aldershot, Dartmouth.

Hansmann, H., (1996), *The ownership of enterprise*, Harvard University Press, Cambridge.

Jensen, M.C. en W. Meckling, (1976), The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.

Moerland, P., (1998), Arbeidsdeling en het besturen van de onderneming, in: *Economisch Statistische Berichten*, vol. 83, p. 716.

Nonaka, I. en H. Takeuchi, (1995), *The knowledge-creating company*, Oxford University Press, New York.

Romme, A.G.L., (1999), Domination, self-determination and circular organizing, in: *Organization Studies*, vol. 20, pp. 801-831.

Romme, A.G.L. en G. Endenburg, (1998), Een nieuwe visie op het aandeel, in: *Economisch Statistische Berichten*, vol. 83, pp. 712-715.

Romme, A.G.L. en G. Endenburg, (2001), Naar een nieuwe vormgeving van het aandeel, in: *M&O, Tijdschrift voor Management & Organisatie*, vol. 55, 3, pp. 40-53.

Royen, O.H.A. van, (1996), De aandeelhouderspositie: beter benutten en tegelijkertijd erkennen van zijn beperkingen, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 70, pp. 636-639.

Vries, P.P.F. de, (1996), Praktische elementen in de corporate governance discussie, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 70, pp. 645-653.