

ENKELE OPMERKINGEN IN VERBAND MET DE ZEGGENSCHAPSRECHTEN VAN DE AANDEELHOUDER

door Prof. Dr. A. I. Diepenhorst

§ 1. Inleiding

De vermaatschappelijking van de gekwalificeerde maatschap? Het zou een aardige ondertitel zijn, maar hij zou toch in een andere richting wijzen dan in de bedoeling van de redactie lag. Deze suggereerde namelijk: „De medezeggenschap van de vermogensverschaffers; van alles tot niets?“. Ze liet daarbij in het midden of dit als werkelijkheid, als lopende ontwikkeling, als profetie, als wensdroom of als nachtmerrie geïnterpreteerd zou moeten worden.

Duidelijk was intussen wel dat gedacht werd aan de kapitaalvennootschap, aan de vennootschap waarbij de scheiding tussen leiding en financiering een voldongen feit is geworden.

Is geworden, want men kan zich zo'n feit moeilijk voorstellen zonder voorgeschiedenis. Het is immers weinig aannemelijk dat een vennootschap wordt opgericht door één of meerdere personen, die van meet af aan de feitelijke leiding, het management in de volle zin des woords, aan derden overlaten en deze daarbij niet als onder hun eigen leiding en toezicht staand zouden beschouwen.

De scheiding tussen leiding en financiering laat zich daarom wellicht beter interpreteren als betrekking hebbende op een ontwikkelingsstadium van een vennootschap dan als een ontwikkelingsstadium waarin het vennootschapswezen zou verkeren.

De zeggenschap van *de* aandeelhouder lijkt daarom een niet ongevaarlijke generalisatie: het van alles tot niets zal eerder een spectrum dan een tendentie typen.

Een duidelijk overzicht van het naast elkaar bood Scholten in zijn oratie¹⁾; over de opeenvolging van de ontwikkeling handelde De Lange in zijn proefschrift²⁾.

§ 2. Zeggenschap

De zeggenschap van de aandeelhouder in een kapitaalvennootschap berust niet op een bepaalde deskundigheid maar op een belang. Zijn deskundigheid kan alleen blijken uit het nemen, aanhouden, behartigen en eventueel afstoten van dat belang. In het kader van de behartiging kan het uitoefenen van het zeggenschapsrecht een rol spelen. Intussen, niet ieder die ergens belang bij heeft bezit uit dien hoofde zeggenschapsrechten. Op basis van een machtspositie kan men het geheel of gedeeltelijk voor het zeggen hebben, maar dat ligt in een volkomen ander vlak. Niet een feitelijke zeggenschap maar het recht op zeggenschap is hier aan de orde. Die zeggenschap raakt het doen en laten van de onderneming; in laatste

¹⁾ Th. M. Scholten, *Financiering en zeggenschap onder nieuwe verhoudingen*, Stenfert Kroese, Leiden 1971, pag. 6.

²⁾ A. Th. de Lange, *Beleids-elementen in een dynamische financieringstheorie*, Stenfert Kroese, Leiden 1957, pag. 87 e.v.

instantie gaat het dan om de bedrijfsvoering die de economische waarde van de in de onderneming verenigde en te verenigen handelingen en middelen mede bepaalt.

De consequenties van de ontwikkeling van deze economische waarde kunnen gezien worden als een attribuut van de eigendom. De zeggenschap berust dan op een belang dat men als (mede) eigenaar heeft genomen.

§ 3. Eigendom

Eigendom is wat eigenaren (mogen) doen. Daarom, hoe beschermd, hoe in componenten opgesplitst³⁾, hoe uitgehold, met hoe velen gedeeld ook, de rechten en plichten door wet en gewoonte aan de eigendom verbonden maken duidelijk deel uit van de wezenskenmerken van de economische orde. Aan wie behoort het complex van de schaarse goederen met hun alternatieve gebruiksmogelijkheden, en welke betekenis heeft dat behoren voor het disponeren over die goederen? De economische theorie van de eigendom (economics of property rights), door sommigen van haar beoefenaren beschouwd als een van de meest belangrijkste verrijkingen van het economisch denken sinds de tweede wereldoorlog, houdt zich diepgaand met deze materie bezig. Gebruikelijk uitgangspunt daarbij schijnt de stelling dat verandering in de rechten en plichten van de eigendom resultante zijn van de status quo en het steeds nieuwe vormen aannemende en nieuwe wegen zoekende welvaartsstreven van de economische subjecten.

Als een van de belangrijkste ontwikkelingen op dit terrein werd en wordt vrij algemeen beschouwd de door Berle en Means beschreven „corporate revolution” zoals die zich openbaarde in de „separation of ownership and control”⁴⁾. In de aanhef van Berle’s voorwoord tot de herziene editie van 1968 wordt het boek getypeerd als „causative both in development of legal and economic theory and in policy and measures of the United States government”, en als „a document in the history of the past generation”.

Het is opvallend dat in Nederland gebruikelijk is om van de scheiding van leiding en financiering te spreken⁵⁾. Dat heeft zijn voordelen. Men stelt eenvoudig dat een personele eenheid (die tussen managers en vermogensverschaffers) geheel of gedeeltelijk doorbroken wordt. De weg ligt dan open om de consequenties daarvan theoretisch en empirisch na te gaan en die met elkaar te confronteren. Bovendien wordt het voor velen hete hangijzer bij wie nu eigenlijk de eigendom ligt vermeden.

Daarover wordt namelijk zeer verschillend gedacht. In Elseviers Magazine schrijft M. A. Metternich⁶⁾ in zijn rubriek Beurs en belegger: „Een obligatiehouder is een crediteur, maar een aandeelhouder is mede-eigenaar . . .” en in het te zelfder tijd verschijnende nummer van Avenue stelt Erik Albarda⁷⁾: „U koopt bijvoorbeeld een aandeel Bos Kalis. U wordt dan (mede)eigenaar van Bos Kalis”.

³⁾ Met name valt hier te denken aan juridische en economische eigendom. Zie hiervoor W. J. Slagter, Juridische en economische eigendom, Kluwer Deventer z.j., i.h.b. pag. 50-51.

⁴⁾ The modern corporation and private property, 1e druk MacMillan, N.Y. 1932, 6e druk Harcourt, Brace & World, N.Y. 1968.

⁵⁾ Zo bv G. van der Wal, De differentiatie van leiding en financiering in de naamloze vennootschap, in: Economie en maatschappij, Noordhoff, Groningen 1947, pag. 280 e.v.

⁶⁾ Veel koersen onder de werkelijke waarde, 28.7.79.

⁷⁾ Aandelen of obligaties, risico of rente, aug. '79.

Daarentegen concludeert W. F. de Gaay Fortman⁸⁾, op grond van het door de praktijk voorkómen van de door de wetgever beoogde versterking van de positie van de algemene vergadering van aandeelhouders en de bevestiging van die praktijk door de rechtspraak, dat de nv juridisch en maatschappelijk geen organisatie van mensen maar van kapitaal is⁹⁾. Met deze uitspraak meent hij te weerleggen dat aandeelhouders tezamen eigenaar van de nv zouden zijn. Voor hem is de nv haar eigen eigenaar. Voor de niet-jurist is dit alles al gauw te wonderlijk. Hij vraagt zich af hoe dan verschijnselen als oprichting, overname en liquidatie moeten worden geïnterpreteerd. Als spontane generatie, in slavernij voeren en zelfmoord?

§ 4. Management en Control

Wie het „management” heeft, heeft de „control”. In de moderne vennootschap is de spreiding van het aandelenbezit al spoedig zo sterk, dat noch een individu, de aandeelhouder, noch een kleine gesloten groep aandeelhouders er in kan slaan de leiding, en daarmee de gang van zaken naar eigen hand te zetten. De eigenaren zijn tot machteloosheid gedoemd, de macht ligt bij de leiding, de directie met de commissarissen. Ziehier in kort bestek de naar Nederlandse verhoudingen getransponeerde opvatting van Berle en Means.

Het is de verdienste van Alchian bij deze visie een aantal forse vraagtekens geplaatst te hebben¹⁰⁾. Hij wijst erop dat spreiding van eigendom nog geen scheiding van macht impliceert. Wat zou het practisch effect van die spreiding toch zijn? Minder zekerheid voor de aandeelhouder dat de activa volgens zijn speciale wensen geëxploiteerd zullen worden? Dat de manager een man naar zijn hart zal zijn? Alchian denkt dat de schoen op een ander punt wringt. Als centraal ziet hij de vraag of het belang van de eigenaren nog wel prevaleert, en of een afwijkend gedrag van managers gesignaleerd en gecorrigeerd kan worden.

Spreiding vergroot volgens Alchian de kans dat afwijking geconstateerd en deskundig becommentarieerd zal worden. Bovendien valt te verwachten dat binnen het management een gezonde rivaliteit heerst. Managers zullen dat wat zij zelf als medebepalend voor hun eigen marktwaarde beschouwen niet door de luimen van hun collega's in ongunstige zin laten beïnvloeden. De macht van de markt strekt zich zo tot binnen de onderneming uit. Hoe effectief die invloed precies is weten we niet, zegt Alchian, maar dat is nog geen reden om te veronderstellen dat ze afwezig of zwak is; evenmin trouwens als het tegengestelde.

Het zal duidelijk zijn dat het suggereren van mogelijkheden niet meer dan een eerste stap kan wezen. Nodig zijn een theorie, werkhypothesen en toetsingen.

Wat het eerste betreft vindt de algemeen economische literatuur over property rights¹¹⁾ een welkome aanvulling in de meer bedrijfseconomisch gerichte. Be-

⁸⁾ In: Medezeggenschap in de onderneming, Studium Generale VU 1978, Callenbach Nijkerk 1978, pag. 130-131.

⁹⁾ Eén van de twee door hem in dit verband gereleveerde voorbeelden vormt het arrest van 31 december 1958 NJ 1959, 92 dat vaststelt dat de nv, die haar aandelenkapitaal verloren heeft, de zogenaamde lege nv, nochtans als nv voortbestaat. Dat doet als bewijsgrond voor de nv niet als mensen maar als kapitaalorganisatie merkwaardig aan. Een mensenorganisatie verdwijnt bij afwezigheid van mensen, maar een kapitaalorganisatie niet bij afwezigheid van kapitaal?

¹⁰⁾ A. Alchian, Corporate management and property rights, in: H. Manne, ed.: Economic policy and the regulation of corporate securities, American Enterprise Institute, Washington D.C. 1969, pag. 337-360.

¹¹⁾ Zie bv L. E. Preston, Corporation and society, J. of Ex. Lit. 1975, pag. 434 e.v., en E. G. Furubom en S. Pegovich (ed), Property rights and economic theory, Cambridge Mass. 1944.

kendheid verkreeg het schema waarin Donaldson de door het management en de door de aandeelhouders-eigenaren aan te leggen maatstaven voor het beslissen op bepaalde probleemgebieden met elkaar confronteerde, waarbij hij een exemplarische opsomming gaf van mogelijke conflictpunten¹²⁾. Het is benauwend te moeten constateren dat vrijwel alle onderwerpen uit de financieringsleer een plaats in zijn schema vinden.

Niet onvermeld mag blijven de aanzet tot een ontwikkeling van een theorie over agency relationships. Deze houdt zich bezig met de verhouding tussen wat men principaal en gelastigde zou kunnen noemen. De regeling en effectuering van die verhouding brengen hun kosten met zich mee. Deze kosten plegen in zeer ruime zin te worden opgevat; ze omvatten in feite alle offers welke partijen zich moeten getroosten om hun belangen zo gelijk te richten als door hen wenselijk en mogelijk wordt geacht, inclusief zowel het verlies aan slagvaardigheid en initiatief als de gevolgen van de resterende divergentie.

Jensen en Meckling¹³⁾ hebben een eerste poging ondernomen om een theorie inzake eigendomsverhoudingen binnen de onderneming te ontwikkelen onder gebruikmaking van de zojuist aangeduide theorieën inzake property rights en agency relationships, in combinatie met de moderne financieringstheorie. Van meer dan een eerste aanzet kan hier niet gesproken worden; de schrijvers behandelen één geïsoleerde investerings- en financieringsbeslissing voor een onderneming waarin naast een directievoerende aandeelhouder slechts van outside obligatiehouders en stemrechtsloze aandeelhouders sprake is.

Ook de gedragswetenschappelijke benadering is uitgangspunt geweest voor menige verzameling van anecdotes, vermoedens, plausibiliteiten en theorieën; met name het investeringsgedrag, veelal in combinatie met de wijze van winstbestemming worden daarbij onder de loupe genomen. Duidelijke theorievorming op dit gebied vindt men onder andere bij Williamson¹⁴⁾.

§ 5. Wat feiten

Hoe staat het intussen met het werkelijkheidsgehalte van al deze opvattingen die de werkelijkheid meer recht willen doen? Wildsmith¹⁵⁾ komt na onderzoek tot een oordeel dat er niet om liegt. Hij geeft de gedachten van Berle en Means in vier stellingen weer: de voortschrijdende machtsconcentratie binnen een gering aantal grote industriebedrijven, de toenemende betekenis van de heerschappij van een zich zelf aanvullende groep professionele managers met slechts een gering aandelenbezit, de emancipatie van dat management ten opzichte van de vermogensmarkt, en tenslotte de neiging van het management om zich een vennootschappelijk verantwoordelijkheidsbesef aan te meten dat het ondernemerskapitalisme van zijn scherpe kantjes zou ontdoen.

¹²⁾ G. Donaldson, Financial goals, management versus stockholders, H.B.R. 1963, pag. 116 e.v., i.h.b. pag. 121.

¹³⁾ M. C. Jensen en W. H. Meckling: Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of financial economics 1971, pag. 306 e.v.

¹⁴⁾ O. E. Williamson, The economics of discretionary behavior, Kershaw, Londen 1974 en Corporate control and business behavior, Prentice Hall 1970.

¹⁵⁾ J. R. Wildsmith, Managerial theories of the firm, Robertson, Londen 1973.

Deze stellingen, aldus Wildsmith zijn noch bewezen, noch ontkracht. De feiten laten geen conclusie toe of spreken elkaar zelfs tegen, en hun interpretatie wordt in sterke mate bepaald door wetenschappelijke of politieke vooroordelen.

Men is geneigd dit oordeel te onderschrijven. Aan het opstellen van toetsbare werkhypothesen is men in het kader van de nieuwere theorieën inzake property rights en agency costs nog niet toegekomen. De toetsing van vroegere formuleringen heeft nog geen duidelijk beeld opgeleverd.

In 1968 kwam Kamerschen voor grote Amerikaanse niet-financiële ondernemingen tot tegenovergestelde resultaten als Monsen, Chin en Cooley¹⁶⁾, overigens voor een iets anders begrensde periode en onder gebruikmaking van andere statistische technieken, bereikten.

Kamerschen¹⁷⁾ vond geen duidelijk verschil in winstgevendheid tussen „owner controlled” en „management controlled”. De winstvoet hing wel duidelijk samen met het optreden van veranderingen in de status: hij lag hoger voor ondernemingen waarvan de status was veranderd, en die verandering was bijna steeds die van „owner controlled” naar „manager controlled”!

Een speciale rol wordt nog al eens toegekend aan het management in een context van conglomererende fusie. Bekendheid kreeg hier Mueller's theorie volgens welke managers van de grotere, tot volle wasdom gekomen ondernemingen verdere groei zouden bewerkstelligen door hun rentabiliteitseisen onder de marktvoet te stellen¹⁸⁾, en wel omdat hun inkomen een functie van de omvang van de onderneming zou vormen.

Lewellen en Huntsman vonden echter aanwijzingen die in een geheel andere richting gingen¹⁹⁾: het management zou wat zijn beloning betreft eerder afhankelijk zijn van de winstvoet dan van het niveau van de omzet. Bovendien wees een onderzoek van Bock²⁰⁾ uit, dat het zwaartepunt van de actieve conglomererende overname lag bij de aanvankelijk relatief kleine ondernemingen. De werkelijk groten deden er maar weinig aan.

Ook de portefeuilletheorie is in het geding gebracht. Alice Armitage Colburn heeft berekend dat een manager van een niet gediversificeerde onderneming, om tot een minimum niveau van adequate risicospreiding te kunnen geraken een inkomen uit beleggingen in aandelen van ten minste negen niet volkomen correlerende ondernemingen zou moeten genieten, en wel uit elk van die ondernemingen tot een verwacht bedrag gelijk te stellen aan zijn persoonlijke winstaandeel. Dit gaat al gauw aardig in de papieren lopen en zou daarom toch wel een bijzondere aanleiding vormen tot diversificatie op ondernemingsniveau²¹⁾.

Tenslotte kan hier nog vermeld worden dat er ook met betrekking tot de presentatie van de jaarcijfers ijverig gespeurd is naar mogelijke verschillen tussen owner-controlled en manager-controlled firms. In laatstgenoemd ondernemingstype zou het in het belang van de manager zijn om met zó gelijkmatig mogelijke

¹⁶⁾ R. J. Monsen, J. S. Chin en D. E. Cooley, The effect of separation of ownership and control on the performance of the large firm, Q. J.o. Ec. 68, pag. 435 e.v.

¹⁷⁾ D. R. Kamerschen, The influence of ownership and control on profit rates, A.E.R. 1968, pag. 432 e.v.

¹⁸⁾ D. C. Mueller, A theory on conglomerate mergers, Q.J.o. Ec. 1969, pag. 643 e.v.

¹⁹⁾ W. G. Lewellen en B. Huntsman: Managerial pay and corporate performance, A.E.R. 1970, pag. 521 e.v. Zie ook Lewellen's: Executive compensation in large corporations, N.B.E.R., New York 1968.

²⁰⁾ B. Bock, Statistical games and the 200 largest industrials 1954 and 1968, The Conf. Board N.Y. 1970.

²¹⁾ Alice Armitage Colburn, The conflict between managers and shareholders in diversifying acquisitions, Yale Law Rev. 79, pag. 1238 e.v.

resultaten voor het voetlicht te komen. Bij owner control zou die behoefte niet of nauwelijks gevoeld worden. Ook hier leidde empirisch onderzoek tot niet voor ieder even conclusief geachte resultaten. E. D. Smith²²⁾ vond bij manager firms duidelijk meer aan gladstrijkpraktijken terug dan bij owner firms.

Zijn commentator Liao²³⁾ kan zich daar niet mee verenigen en zet zich er toe met hetzelfde materiaal te demonstreren dat de uitkomsten van Smith elkaar tegenspreken, wat Smith dan weer allerminst met hem eens blijkt te zijn.

§ 6. Besluit

In het voorafgaande is getracht het vraagstuk van de zeggenschapsrechten en de belangenbehartiging van de aandeelhouder in een wat ruimer verband aan de orde te stellen. Niet de ten onzent geldende wettelijke bepalingen en de daarbij aanknopende statutaire regelingen vormden het onderwerp, doch veeleer de mogelijke economische consequenties daarvan kregen de aandacht²⁴⁾. Betekent de zo veelvuldig en zo nadrukkelijk naar voren gehaalde scheiding van leiding en financiering werkelijk dat met de belangen van de aandeelhouder in sterk verminderde mate rekening wordt gehouden? De theoretici geven geen eenstemmig antwoord, en de feiten zijn nog niet tot duidelijk spreken gebracht.

²²⁾ E. Daniel Smith, The effect of the separation of ownership from control on accounting policy decisions, Acc. Rev. 1976, pag. 707 e.v.

²³⁾ Shu S. Liao, Comment, Acc. Rev. 1979, pag. 414 e.v., Smith, Reply, id. pag. 417 e.v.

²⁴⁾ Zie hiervoor o.a. P. W. H. M. Francissen en J. M. Jansen, Statuten van de grote nv en bv, Kluwer, Deventer 1975 en W. L. Haardt, De positie van aandeelhouders, De nv 1976, pag. 14 e.v.