

Onderneming en governance

Arnoud W.A. Boot

SAMENVATTING Het krachtenveld van beursgenoteerde ondernemingen is door de steeds wispelturiger financiële markten ingewikkelder geworden. Het besturen van ondernemingen vraagt speelruimte, maar de hectiek van financiële markten en activistische aandeelhouders lijken daar inbreuk op te maken. Hoe te komen tot een goed evenwicht? Er is geen uniek recept. Het functioneren van beursgenoteerde bedrijven is afhankelijk van een proactief bestuur (incl. Raad van Commissarissen), actieve aandeelhouders die ondernemingen scherp houden en enige bescherming die voorkomt dat ondernemingen ‘zo maar’ de speelbal worden van financiële markten. Nadrukkelijk bespreek ik het functioneren van het bestuur van ondernemingen. De (polaire) extremen verstarring en wispelturigheid liggen vaak ten grondslag aan het ‘in play’ komen van ondernemingen. Het bestuur dient een eigen verhaal te hebben en moet zich niet klem laten zetten. De Raad van Commissarissen (RvC) speelt in dit proces een belangrijke rol. Zij moet het bestuur op het rechte pad houden en de juiste rugdekking geven.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Beursgenoteerde ondernemingen spelen een belangrijke rol in de maatschappij. Het vinden van een evenwicht in governance om te komen tot optimale waardecreatie is in ieders belang.

1 Inleiding

Na de Tweede Wereldoorlog kende het Nederlandse bedrijfsleven een relatief beschermde positie. Concurrentie was beperkt, mededingingsbeleid was nog geen prioriteit en globalisering speelde een secundaire rol. Tot de jaren tachtig van de vorige eeuw waren Nederlandse bedrijven ook relatief vrij van de invloeden van de financiële markten en de beurs in het bijzonder. Daarnaast domineerden in Nederland bijzondere *corporate governance*-arrangementen (regels voor ondernemingsbestuur). Het in 1971 in werking getreden structuurregime bestendigde de bestuurlijke machtsverdeling binnen grote ondernemingen.¹ Er lag veel macht bij de raden van commissarissen die zeer autonoom konden opereren, en via coöptatie zichzelf in stand hielden. Al deze factoren zijn vooral vanaf de jaren negentig anders komen te liggen. Een grotere gerichtheid op beleggers en externe financiers, en aanpassingen in de wet- en regelgeving op het gebied van corporate governance – onder meer afzwakking van het structuurregime – hebben de machtsverhoudingen in het bedrijfsleven opengegooid.² De dynamiek is sterk toegenomen.

De discussie is nu of financiële markten en de daarbinnen actieve beleggers niet een te grote invloed hebben gekregen. Zijn ondernemingen de speelbal geworden van die wispelturige financiële markten? Is er niet een veel te sterke kortetermijndynamiek ontstaan die op gespannen voet staat met waardecreatie op lange termijn? De positie van aandeelhouders komt prominent terug in deze discussie. Welke rol moeten ze hebben? En, om aan te sluiten op recente ontwikkelingen, is het wenselijk dat bedrijven van de omvang en statuur als Unilever en Akzo-Nobel ‘zomaar’ kunnen worden overvallen door een ongevraagd overnamebod, dan wel – zoals sommigen suggereren – door aandeelhouders worden gedwongen tot een koerswijziging waar financieel rendement op korte termijn in de plaats komt van meer op de lange termijn gerichte duurzaamheidsdoelstellingen? Het gaat mij niet om de specifieke situatie van Unilever of Akzo-Nobel, maar wel om centraal te stellen hoe we tegen het krachtenveld rond ondernemingen moeten aankijken. Dit is geen nieuwe discussie. De gedachten over de rol van aandeelhouders en meer in het algemeen corporate governance zijn continu in beweging, zie bijvoorbeeld de recent vernieuwde corporate governance code (NCGC, 2016). De opleving in aandacht voor dit vraagstuk kan wel verrassend zijn. Voor enige tijd had de financiële crisis de discussie rond de machtsverhoudingen in ondernemingsland verdrongen. Met de crisis iets verder weg in het geheugen, is de corporate governance-discussie weer opgelaaid.³

Ik vel in deze bijdrage geen oordeel over de precies gewenste invloed van aandeelhouders, noch over de wenselijkheid van vijandige overnames. Wel zal ik aangeven dat een verschansing van het bestuur (management en Raad van Commissarissen) ongewenst is; er moet een disciplinerende uitgangspunt van aandeelhouders, en overigens ook van andere stakeholders. Weemoed naar het verleden is vaak misplaatst. Verstarring en verschansing kenmerkten veel ondernemingen in de jaren 70 en 80 waardoor er veel te laat ingespeeld werd op veranderende marktomstandigheden. Diezelfde verstarring blijft een belangrijke risicofactor voor ondernemingen: hoe blijven ze scherp en bij de les?

Nadrukkelijk ga ik in op een soort dichotomie. Ondernemingen lijken vaak moeite te hebben met het vinden van de juiste (midden)weg: of er is verstarring, of er is een soort hyperactiviteit vaak gekenmerkt door

allerlei transacties – overnames, afstotingen, etc. Mijn uiteindelijke conclusie is dat het vaak het bestuur is dat zelf problemen veroorzaakt. Of men laat zich via hyperactief gedrag beïnvloeden door de wispelturige financiële markten, of men zorgt onvoldoende voor vernieuwing en laat verstarring de overhand krijgen. Problemen met activistische aandeelhouders zijn dan eerder een symptoom dan dat ze de wortel van het probleem zijn.

Dit neemt niet weg dat de omgeving van ondernemingen ingewikkelder is geworden. Wispelturige, en vooral zeer zichtbare financiële markten zijn een uitdaging voor ondernemingen, en kunnen verstorend werken. Hoe te komen tot een betere structurering en betrokkenheid van financiële markten in relatie tot ondernemingen is dus een vraagstuk dat moet worden geadresseerd. Een onderneming mag niet de speelbal worden van die markten: ze moet kunnen ‘ondernemen’ en dat is wat anders dan zich elke dag laten beïnvloeden door de financiële markt en het daarin actieve leger van analisten, beleggers en consultants.

Onderdeel van de structurering en betrokkenheid van financiële markten is dat moet worden nagedacht over wenselijke eigendomsverhoudingen. In een dynamische, snel veranderende omgeving kan het gewenst zijn om meer nabije aandeelhouders te hebben waarmee gemakkelijker kan worden ‘geschakeld’. Anonieme aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen staan op grote afstand, en zijn weinig honkvast. Aandeelhouders zoals we die zien bij een familiebedrijf vertonen daarentegen een bijna absoluut commitment. Dat laatste valt lastig te imiteren (en heeft ook weer een eigen dynamiek met plussen en minnen), maar het verkrijgen van meer nabije en substantiële minderheidsaandeelhouders behoort wel tot de mogelijkheden, en zie ik als een gewenste ontwikkeling. Het beursgenoteerd bestaan blijft echter een onrustige omgeving. Zelfs je trouwe aandeelhouders kunnen hun positie verkopen aan een activistisch hedgefonds. Enige mate van bescherming is dan ook noodzakelijk om ‘overvalsituaties’ te vermijden en ondernemingen de speelruimte te geven om zorgvuldig afwegingen te kunnen maken.

De opzet van deze bijdrage is als volgt. Allereerst bespreek ik de wispelturige omgeving waarin ondernemingen zijn verzeild, met een toenemende invloed van financiële markten (paragraaf 2). In paragraaf 3 bespreek ik de positionering van ondernemingen op het continuüm verstarring-hyperactiviteit. Vervolgens gaat paragraaf 4 over de (gewenste) positionering van de aandeelhouder in theorie en praktijk. Ook bespreek ik daar de voor de onderneming gewenste eigendomsverhoudingen. Paragraaf 5 gaat in op de corporate governance code, en de daarin opgenomen uitgangspunten

over de verhouding tussen onderneming en aandeelhouders. Ik sluit af met een aantal observaties over de gewenste positionering van het bestuur in relatie tot de wispelturige financiële markten.

2 Weemoed naar het verleden misplaatst maar onderken wispelturigheid

Sommigen kijken met weemoed terug naar de oude voorspelbare tijd. Vergeten wordt hoe de Nederlandse economie – en met haar het bedrijfsleven – begin jaren tachtig was vastgelopen. Voor wie het wil nalezen is het rapport ‘Naar een nieuw industrieel elan’ uit 1981, van de Commissie Wagner illustratief (Commissie Wagner, 1981). De economie was niet ingericht voor ondernemerschap, en het bedrijfsleven werd bijna als paria gezien. De bedrijven zelf stonden er ook niet goed voor. Het aanpassingsvermogen van bedrijven liet veel te wensen over. Was de structuurregeling met zichzelf instandhoudende Raden van Commissarissen – de zogenaamde ‘coöptatie’ – niet gewoon een middel om vernieuwing tegen te houden? Hoe dan ook, het systeem liep vast in de jaren zeventig. Grote conglomeraten zoals Philips en Ogem bleken inefficiënt te opereren en waren niet goed voorbereid op de toekomst. De voorspelbaarheid van weleer was in sommige opzichten dan ook gewoon verstarring.

Een grotere dynamiek en afrekenbaarheid van ondernemingen was dan ook noodzakelijk. Tegen deze achtergrond ontstond in de afgelopen decennia een verandering in managementoriëntatie bij beursgenoteerde bedrijven richting financiële markten en aandeelhouders. De doelstelling om aandeelhouderswaarde te maximaliseren won aan belang. Verantwoording afleggen aan de financiële markten werd belangrijk. Op zich kan dit een zinvolle ontwikkeling zijn. Zo geeft de aandelenkoers en het gedrag van beleggers en analisten potentieel nuttige informatie over het wel en wee van de onderneming. En er is ook reden om aandeelhouders enige invloed te geven. Zij merken het immers als eerste als een onderneming iets beter of slechter draait, ze zijn *residual claimant* (Boot, 2013). De keerzijde is echter dat meer kortetermijnimpulsen kunnen gaan domineren. Hoewel strikt genomen aandeelhouderswaarde geen korte horizon hoeft te impliceren – de aandelenkoers kan immers de verwachtingen over de verre toekomst reflecteren – wordt vaak een meer kortetermijnfocus uitgelokt. Financiële markten zijn namelijk wispelturig en niet ontbloot van kuddedrag. Markten zijn ten enenmale gevoelig voor modeverschijnselen. Ondernemingen die daar niet genoeg afstand van nemen zullen telkens van de kook kunnen raken waardoor de korte termijn gaat domineren.⁴

Ook spelen informatieproblemen tussen onderneming en financiële markt die een kortetermijnoriëntatie kun-

nen veroorzaken. 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. Hierdoor kunnen kortetermijnacties gaan domineren. Minder goed te kwantificeren langetermijnstrategieën kunnen dan onder druk komen te staan (Kay, 2012).

Merk op dat de informatiekloof tussen onderneming en financiële markt het afgeven van signalen belangrijk maakt om hiermee verwachtingen in de financiële markt te beïnvloeden. Zo zal het management trachten haar eigen kwaliteiten te bewijzen. Dit zet aan tot een meer kortetermijnoïëntatie om met zichtbare keuzes percepties in de markt te beïnvloeden. Dit zijn vaak transactie-georiënteerde acties zoals fusies, overnames en majeure ingrepen in de structuur van de onderneming. Dergelijke ingrepen zijn immers veel zichtbaarder dan het streven naar bijvoorbeeld organische groei dat een meer lange adem vereist.

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. Hierdoor zijn ingrepen in de structuur van ondernemingen via afsplitsingen of acquisities veel eenvoudiger te realiseren. Ook grensoverschrijdende financiële transacties zijn eenvoudiger geworden en door de globalisering zijn activiteiten gemakkelijker verplaatsbaar over de grens.

Deze ontwikkelingen zijn niet zonder problemen. Een transactiegerichtheid kan ontstaan die maakt dat het bestuur van de onderneming zich te veel bezighoudt met 'kwartetten' (aan- en verkoop van bedrijfsonderdelen). Hiermee dreigt wispelturigheid en kan een onderneming verworden tot 'los zand'. Mogelijk wordt daardoor het bindende vermogen van de onderneming, en daarmee de toegevoegde waarde ervan, 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.

3 Voorspelbaarheid versus hyperactiviteit en opsplitsbaarheid

Ik zie twee polaire (uiterste) standen bij ondernemingen, beide zijn ongewenst. Een is hyperactiviteit, een steeds veranderende strategie, met een sterke neiging mee te deinen op de mode van de dag. Snel scoren staat centraal. Vaak gaat dit gepaard met veel transacties, overnames bijvoorbeeld. Organische groei kost immers tijd. De andere is verstarring. Neem als voorbeeld de Rabobank. Het was al in 2000 evident dat informatietechnologie een grote invloed zou hebben op zowel de

bedrijfsvoering – alles kan bijvoorbeeld met veel minder mensen – als ook op het speelveld: nieuwe technologie verandert het businessmodel en lokt toetreding uit van nieuwe spelers. En toch werd er pas in 2016 echt ingegrepen. In het geval van het bankwezen was het mogelijk de rugdekking van overheden die banken lui had gemaakt; maar de tendens tot 'in slaap vallen' zit ingebakken in veel organisaties. Dit is op zich logisch. De meeste mensen vinden voorspelbaarheid belangrijk en dat vormt vaak een rem op tijdige vernieuwing. In het geval van Rabobank speelde ook nog dat er lang geen urgentie was – ze was nota bene als enige Nederlandse grootbank goed door de crisis gekomen. Als bestuurder moet je van goeden huize komen om een organisatie zichzelf tijdig te laten vernieuwen.⁵

Een andere complicatie ligt dichterbij het karakter van een onderneming aan. Ondernemen is niet alleen iets nieuws bedenken maar juist ook kapitaliseren op het bestaande. Het beschermen van winstmarges is hiervoor belangrijk. Ondernemers zullen trachten 'head-on'-competitie uit de weg te gaan om marges te beschermen. Dit neemt soms ongewenste vormen aan omdat dan prijsafspraken op de loer liggen. Zo heeft Akzo-Nobel over het afgelopen decennium verschillende boetes gehad. Maar veel afspraken en gedragingen zijn impliciet, en zeker niet strafbaar. Vergelijk twee tankstations die naast elkaar liggen. Geen van tweeën komt op het idee om een prijzenoorlog te creëren. Men weet van elkaar dat de andere dan moet reageren, en beide met een lagere winstmarge worden geconfronteerd, zonder omzet van elkaar te kunnen afpakken. Voorspelbaarheid, impliciete afspraken en soms zelfs vernieuwing tegenhouden (kannibalisatie voorkomen) zijn dus vaak gericht op het bestendigen van winstmarges, en onderdeel van ondernemen.⁶ Een dergelijke strategie, hoe logisch ook, heeft een keerzijde: op de middellange termijn kan men hopeloos achter gaan lopen.

Het juiste evenwicht vinden is complex. Blijven vernieuwen lijkt steeds belangrijker te worden in de dynamische wereld van vandaag. Maar wat te doen als bestuurder van een bedrijf waar de veranderingscultuur te wensen overlaat? Het bedrijf van binnenuit veranderen is moeizaam en tijdrovend. En als bestuurder is snel en zichtbaar scoren van belang. Percepties beïnvloeden over jezelf in de markt is immers belangrijk. Een transactiefocus om via aan- en verkopen van bedrijfsonderdelen (kwartetten) veranderingen snel te bewerkstelligen ligt dan voor de hand. Dit leidt tot een transactieoriëntatie, en hyperactiviteit ligt op de loer.

Tegelijkertijd tracht de bestuurder grip te krijgen op de organisatie. Hoe valt de organisatie 'afrekenbaar' te organiseren? Dit doet denken aan ABN AMRO begin

jaren 2000. Het bedrijf werd gesplitst in drie onderdelen – strategic business units (SBU's) genaamd. Elk van de drie moest zijn eigen broek op houden, en synergiën ertussen benutten had geen prioriteit. Dit laatste zou immers de afrekenbaarheid van elke SBU afzonderlijk bemoeilijken. Dus in wezen werd ABN AMRO 'opsplitsbaar' georganiseerd.⁷

Het opsplitsbaar en transparant organiseren was de kern van het corporate finance-denken zoals dat vanaf medio jaren negentig opgeld deed (Berk & DeMarzo, 2015). Met concepten zoals Economic Value Added (EVA) en Value Based Management (VBM) werd het financiële-markt-denken geïmporteerd binnen de onderneming. Vaak werd vanuit de CFO gestuurd op kasstromen en kapitaalkosten voor onderdelen van de organisatie afzonderlijk. En op die manier kon per onderdeel gestuurd worden op de (toevoeging aan) aandeelhouderswaarde door dat onderdeel. Het bekijken van de onderdelen afzonderlijk is niet veel anders dan een focus op een opsplitsbaar georganiseerd bedrijf. De oriëntatie vanuit de financiële markt ging hierdoor ook binnen ondernemingen domineren. 'De markt' wilde transparante en 'afrekenbare' eenheden. En het management van ondernemingen was hiervoor erg gevoelig, dus men ging hier sterk in mee. En ja, het had ook voordelen, de efficiëntie van de onderneming nam toe. Het bindend vermogen van organisaties werd hiermee echter aangetast en zo bleven mogelijke synergiën onbenut (Boot, 2013). De transparantie en afrekenbare eenheden (en opsplitsbaarheid) versterkten vervolgens de transactiefocus en dus het 'kwartetten' en droegen bij aan mogelijke hyperactiviteit.

Beide uitersten, de verstarring en de opsplitsbaarheid/hyperactiviteit, staan het zelfstandig voortbestaan van de onderneming in de weg. De meerwaarde van de onderneming als organisatorisch geheel staat dan ter discussie.

4 Beperkte kijk op aandeelhouders in beleggingstheorie

Hoe aan te kijken tegen aandeelhouders? Een vraag is of de nogal afstandelijke kijk op aandeelhouders zoals het praten over 'de financiële markt' suggereert, ons niet op het verkeerde been zet. In de beeldvorming staat centraal een anonieme aandeelhouder, namelijk beleggers in beursgenoteerde vennootschappen. Het is een vorm van eigendom op grote afstand van de onderneming. Het zijn vaak beleggingsfondsen die hoog over ondernemingen vliegen, en moderne beleggingstheorieën loslaten op hun keuzes om te komen tot een optimale beleggingsportefeuille. En dit gebeurt meestal zonder zich werkelijk te verdiepen in, laat staan betrokken te voelen bij, de onderneming wiens aandelen worden gekocht. Het vakgebied finance heeft daarbij

niet geholpen. Moderne beleggingstheorieën zoals het CAPM of de moderne portefeuilletheorie (zie Berk & DeMarzo, 2015), nemen verwachte rendementen, varianties en covarianties van individuele beleggingsobjecten als uitgangspunt, en bepalen vandaar uit welke beleggingscombinaties moeten worden gekozen. De varianties, verwachte rendementen en covarianties worden als constanten beschouwd, terwijl dit de uitkomsten zijn van de betrokkenheid en het presteren van stakeholders, waaronder de aandeelhouders. Deze aandeelhouders zijn de beleggers die in de beleggingstheorieën als passief worden beschouwd.

Gelukkig is het vakgebied finance niet geheel blind voor een actievere rol van aandeelhouders. In de andere poot van het vakgebied – corporate finance – staat de interactie tussen (en wederzijdse beïnvloeding van) stakeholders en onderneming centraal. Hier worden aandeelhouders geacht de onderneming mede te disciplineren, door bijvoorbeeld met hun stem veranderingen in het bestuur af te dwingen. Vaak worden hier dan weer free-rider-problemen bijgehaald, namelijk dat de inspanningen van individuele aandeelhouders tekort zullen schieten omdat de voordelen van het ingrijpen van een aandeelhouder ook bij alle andere aandeelhouders terecht komen waardoor iedereen hoopt dat een ander de moeite van disciplineren neemt (en de lasten daarvan op zich neemt – dus free-rider-gedrag). Aandeelhouders blijven dan afstandelijk en hebben amper betrokkenheid bij de ondernemingen waarin ze beleggen.⁸

Waar ik naar toe wil is dat ons denken over de onderneming sterk ingegeven wordt door het beeld van op afstand staande aandeelhouders. En dat beeld kenmerkt zich door weinig betrokkenheid, en een soort permanente 'inruilbaarheid' van de ene aandeelhouder voor de andere. Van enige binding tussen onderneming en aandeelhouders is geen sprake, laat staan dat de onderneming echt kan communiceren met 'haar' aandeelhouders: de aandeelhouders zijn in dat perspectief immers passanten. En van hieruit komt er ook snel een negatief of oppervlakkig beeld over de aandeelhouder. Je hoort ze nooit, en alleen als er heisa is, bijvoorbeeld bij een overnamepoging zoals in het geval van Unilever en Akzo-Nobel komen ze in beeld.⁹

Dit pure beleggersperspectief staat in contrast met familiebedrijven, actieve aandeelhouders zoals Warren Buffett, en private equity firms. Deze zijn alle gebaseerd op betrokken aandeelhouderschap. Is een dergelijk type aandeelhouderschap ook mogelijk bij beursvennootschappen? In principe wel. Beursgenoteerde ondernemingen zouden naast de groep passieve (anonieme) beleggers kunnen streven naar het aan zich binden van grote(re) minderheidsaandeelhouders die dichter bij de onderneming staan.

Kader: lessen voor bestuurders en raden van commissarissen

Boot (2010) formuleert een aantal lessen voor bestuurders en raden van commissarissen:

- a) Vaar een eigen koers op basis van een visie op het bedrijf en goed gedefinieerde doelen. Wat is de toegevoegde waarde van de onderneming? Wat bepaalt de meerwaarde van de onderneming? Dit vergt het identificeren van de werkelijke kwaliteiten van een onderneming en hoe die optimaal kunnen worden ingezet.
- b) Maak inzichtelijk hoe je afgerekend wilt worden. Het spel van winstverwachtingen betekent vaak dat op kwartaalbasis – al dan niet met accountingtrucs – wordt gestuurd op het realiseren van de afgegeven verwachting. Het ondernemingsgebeuren staat een dergelijke eendimensionale voorspelbaarheid niet toe. Heb een verhaal en visie en laat zien hoe je daar invulling aan geeft.
- c) Gebruik consultants, analisten en investment bankers waarvoor ze nuttig zijn. Zij zijn ten enenmale representanten van het kudgedrag en de wispelturigheid van financiële markten. Hierop sturen is ongewenst. Gebruik ze als trendwatchers, als waardevolle informatiebron en als onderdeel van de *checks and balances*. Kern is dat je ze gebruikt om jezelf scherp te houden en jezelf te dwingen je eigen strategie en keuzes goed tegen het licht te houden. Maar nooit kunnen ze een substitoot zijn voor een eigen visie.
- d) Zoek stabiliteit onder aandeelhouders. Meer vastigheid geeft betere communicatiemogelijkheden en biedt ook een bepaalde mate van bescherming tegen de wispelturigheid van financiële markten.
- e) Het is bij uitstek de taak van de raad van commissarissen om de interactie van het bestuur met financiële markten en de buitenwereld te bewaken, en daarmee voldoende afstand tot de financiële markt te houden. De RvC heeft een belangrijke rol in het zorgen voor het juiste evenwicht.
- f) Hoe modieus het ook is om de actuele aandelenkoers van de onderneming prominent in de ontvangstruimte van het hoofdkantoor te plaatsen, denk hierover nog een keer goed na. Wilt u echt dat dagelijkse fluctuaties in de aandelenkoers het denkproces bepalen?

Ondernemingen kunnen hierdoor gemakkelijker communiceren met aandeelhouders en de wispelturigheid van (anonieme) financiële markten zou al doende beter beheerst kunnen worden.

Bovendien verwacht ik een toenemend eigendom van ondernemingen buiten de beurs om. De steeds grotere hoeveelheid geld die beschikbaar is voor private equity zou via participatiemaatschappijen nieuwe stijl – als een soort ‘bank’ voor eigen vermogen – een uitweg kunnen vinden in minderheidsbelangen. Ook juich ik ontwikkelingen toe waarbij *buiten* de beurs om een ‘nieuw’ privaat model ontstaat gebaseerd op financiering door participatiemaatschappijen via minderheidsparticipaties. Dit lijkt meer op familiebedrijven maar – uiteraard – zonder de specifieke ontstaansgeschiedenis die familiebedrijven kenmerkt (Boot & Cools, 2007). Informatietechnologie zou hierbij moeten helpen. Het is gemakkelijker geworden om ideeën en kapitaal aan elkaar te koppelen. Überhaupt is er meer een continuüm ontstaan: de verschillen in liquiditeit tussen verhandelbare aandelen in een beursvennootschap en belangen in private niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn minder absoluut geworden.

Het is overigens frappant dat waar sprake zou moeten zijn van een werkelijke langetermijnoriëntatie van beleggers we er vaak toch in slagen een afrekeningsperspectief op de korte termijn dominant te krijgen. In een recent advies dat ik onder de vlag van de WRR voor het kabinet heb opgesteld (WRR, 2016) wordt de nogal bizarre kortetermijnoriëntatie in het Nederlandse pensioensysteem besproken. Het aanzienlijke in pen-

sioenfondsen opgeslagen vermogen zou een vorm van *patient capital* moeten zijn. Het vermogen wordt immers voor tientallen jaren belegd. Er is echter een fundamenteel probleem: het Nederlandse pensioenstelsel zelf dwingt tot een kortetermijnoriëntatie. Min of meer dagelijks moet binnen ons huidige pensioenstelsel worden bepaald of er wel genoeg geld zit in onze pensioenfondsen. Er is een soort ingebakken achterdocht omdat jong en oud in hetzelfde fonds zit, en elke euro die uitgekeerd wordt aan ouderen de vraag oproept of dat niet teveel is, en ten koste gaat van de jongeren. Of andersom, is men niet te voorzichtig waardoor de ouderen te weinig krijgen en jongeren dus te veel? Deze achterdocht wordt ‘bestreden’ door dagelijks te bepalen of een pensioenfonds genoeg middelen in kas heeft ten opzichte van haar verplichtingen.¹⁰ De permanente noodzaak van waarden geeft een kortetermijnfocus. Zo zijn puur liquide (afstandelijke) beleggingen gemakkelijker te waarden dan de hierboven genoemde meer op de lange termijn gerichte minderheidsbelangen of private equity-investeringen. Aanpassingen zijn gewenst om ons pensioenstelsel een meer op de lange termijn gerichte invalshoek te geven.¹¹

5 De Nederlandse corporate governance code en beschermingsconstructies

Hoe verhouden deze overwegingen zich tot de Nederlandse corporate governance code? De discussie over de rol van aandeelhouders valt niet los te zien van de iets wat filosofische beschouwing over ‘het wezen’ van een onderneming. In de Nederlandse wetgeving staat centraal het vennootschappelijk belang en de corporate governance code koppelt dit nadrukkelijk aan lan-

getermijnwaardecreatie (NCGC, 2016). Een stakeholder-perspectief staat hierbij centraal. De code formuleert het als volgt: “Het bestuur richt zich op de langetermijn-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 ter zake” (NCGC, 2016; p. 13).

Nadrukkelijk ziet de Nederlandse wet- en regelgeving (waar ik gemakshalve ook de code toe reken) de onderneming als een eigen organisme dat beschermd moet worden tegen deelbelangen. Men ziet hierbij het aandeelhoudersbelang in principe ook als een deelbelang. Hoewel niet expliciet verwoord, is er een suggestie dat op de lange termijn het aandeelhoudersbelang kan samenvallen met het vennootschappelijk belang. Dit laatste zou dan een ‘oplossing’ kunnen zijn voor de spanning in het systeem waar commissarissen geacht worden te handelen in het belang van de vennootschap maar voor hun benoeming afhankelijk zijn van de aandeelhouders, en ook kunnen worden ontslagen door die aandeelhouders. De rol van aandeelhouders bij benoeming en ontslag is wel geclausuleerd. Zo geldt in het in 2004 gereviseerde structuurregime dat de Raad van Commissarissen nieuwe leden voordraagt (dus de aandeelhoudersvergadering kan niet zelf leden voordragen), waarbij de Raad van Commissarissen zelf ook enige invloed op het doen van voordrachten moet afstaan aan de ondernemingsraad. De RvC moet namelijk voor 1/3 van het aantal commissarissen afdaan op een bindende voordracht van de ondernemingsraad (wel kan bezwaar worden gemaakt). In het geval van conflicten speelt de Ondernemingskamer een belangrijke rol. Bij ontslag mag de aandeelhoudersvergadering alleen de RvC als geheel naar huis sturen. Hoe dan ook is er een spanningsveld.

In het krachtenveld van de onderneming spelen ook beschermingsconstructies een rol. De code geeft aan dat transparantie moet worden verschaft over de “uitstaande en potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen”. Verder gaat de code niet expliciet over beschermingsconstructies. De code onthoudt zich dus van commentaar op bijvoorbeeld de wenselijkheid van prioriteits aandelen met bijzondere zeggenschap of de bekende ‘stichting met preferente aandelen’-constructie (‘stichting continuïteit’¹²) waarmee preferente aandelen kunnen worden uitgegeven die via verwatering van zittende aandeelhouders de stemverhoudingen in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA) beïnvloeden. Wel raakt de code indirect beschermingsachtige constructies. Zo bespreekt de code dat het bestuur een responsetijd van 180 dagen mag oproepen zodra ze door één of meer aandeelhouders op de hoogte wordt gesteld van een voornemen tot agendering van

een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie. Hoewel formeel geen beschermingsconstructie zou een dergelijke responsetijd wel zo kunnen worden gezien. De code bevat ook regels over certificering van aandelen. De code stelt dat certificering niet bedoeld mag zijn als beschermingsmaatregel, en dat (daarom) certificaathouders stemvolmachten moeten kunnen opvragen waardoor ze naar eigen inzicht stemrecht kunnen uitoefenen. Toch blijft er ruimte voor het bestuur van het administratiekantoor om te stemmen voor certificaathouders die hun stemvolmacht niet hebben opgevraagd. Dus van enige bescherming kan sprake zijn.¹³

De code doet – zoals aangegeven – geen uitspraken over de wenselijkheid van beschermingsconstructies, buiten de algemene constatering dat waardecreatie op de lange termijn centraal moet staan. Hoe dit zich verhoudt tot de mate van (wenselijke) bescherming wordt niet duidelijk gemaakt.

6 Slot

Na de financiële crisis lijkt men het in brede kring erover eens te zijn dat de huidige interactie tussen het management van beursgenoteerde bedrijven, aandeelhouders en zogenoemde ‘gatekeepers’ in financiële markten (marktanalisten, kredietbeoordelaars, etc.) kan leiden tot kortzichtige bedrijfsstrategieën.¹⁴ Enige afstand nemen van financiële markten lijkt wenselijk, maar hoe kan het juiste evenwicht worden gevonden?

Er lijkt brede overeenstemming dat ondernemingen niet als ‘warme broodjes over de toonbank moeten gaan’. Enige vorm van bescherming lijkt wenselijk. De beweeglijkheid en beschikbaarheid van kapitaal en de proliferatie van financiële markten creëren een buitengewoon onrustige omgeving voor ondernemingen. ‘Overvalachtige situaties’ moeten worden vermeden. De situatie rond Unilever en Akzo-Nobel baart zorgen, misschien nog wel het meest om de nogal paniekerige reacties van het bestuur. Het lijkt er op dat men niet goed was voorbereid en zelf onvoldoende kon inschatten in hoeverre er genoeg bescherming was, en in hoeverre er tijd was om zaken te overdenken. De besturen voelden zich gedwongen manieren te vinden om de aandeelhouders ‘te paaien’ om zodoende te voorkomen dat die de voorkeur zouden geven aan een overname. En dat ‘paaien’ is niet onschuldig. In de casussen van Unilever en Akzo-Nobel werd gesproken over het mogelijk afstoten van bedrijfsonderdelen om cash vrij te maken voor de aandeelhouders. Maar als dit optimaal is, waarom gebeurt dit dan paniekerig meteen na een overnamebod? Dergelijke paniekerige reacties zijn ongewenst, als enige bescherming dit kan voorkomen dan lijkt dat wenselijk.

In ieder geval lijkt ook sprake van een wenselijke wake-up call voor Nederlandse vennootschappen. Men zal veel beter voorbereid moeten zijn. De paniekerige reacties duiden op het falen van het ondernemingsbestuur. Het is te simpel om louter te focussen op (vijandige) overnamesituaties. Het functioneren van een onderneming in het algemeen moet centraal staan. De overnamesituatie is namelijk een symptoom, de problemen ontstaan meestal veel eerder.

Ondernemingen zullen ook naar hun eigendomsverhoudingen moeten kijken. In een dynamische, snel veranderende omgeving passen meer nabije aandeelhouders waarmee op continue basis kan worden 'geschakeld'. Het verkrijgen van meer nabije en substantiële minderheidsaandeelhouders is belangrijk, en dit kan zeker ook buiten de beurs om. Deze aandeelhouders zullen enige bescherming bieden in vijandige overnamesituaties. Als de onderneming met deze aandeelhouders een vertrouwensband heeft opgebouwd, is eerder ondersteuning voor de eigen strategie te verwachten. Dit betekent niet dat daarmee de onderneming per definitie genoeg lucht heeft ten opzichte van de wispelturige financiële markten. Actieve hedgefondsen en andere meer agressieve partijen slagen er tegenwoordig in om in korte tijd een groot aandelenbelang in een onderneming op te bouwen. De veronderstelde 'trouwe' grotere minderheidsaandeelhouders blijken soms bereid snel afstand te doen van hun belang. Het vraagstuk van afdoende bescherming om in enige rust alternatieven af te wegen vraagt dus meer. Beursgenoteerde ondernemingen hebben beschermingsconstructies nodig om zich te wapenen tegen deze wispelturigheid. Bescherming mag echter geen verschansing zijn.¹⁵

In eerdere paragrafen heb ik beargumenteerd dat het vaak het bestuur is dat zelf de problemen veroorzaakt die een onderneming in het nauw brengen. Ondernemingen lijken vaak moeite te hebben met het vinden van de juiste (midden)weg: of er is verstarring van de organisatie (en gebrek aan vernieuwing), of er is een

soort hyperactiviteit met een strategie die wordt gebouwd rond transacties – 'eigen' overnames en andere vormen van 'kwartetten'. In beide gevallen is het ondernemingsbeleid vaak strijdig met waardecreatie op de lange termijn.

Alles afwegend zie ik de bestuurders zelf (inclusief zwak opererende raden van commissarissen), als de belangrijkste boosdoeners. Zij moeten niet alleen voorbereid zijn op (agressieve) overnamesituaties maar ook voldoende tegenwicht bieden tegen de druk van de financiële markten. Zij moeten veel meer het heft in eigen hand nemen. Het bestuur dient een eigen verhaal te hebben en moet zich niet klem laten zetten. De Raad van Commissarissen speelt in dit proces een belangrijke rol. Zij moet het bestuur op het rechte pad houden en de juiste rugdekking geven. In het Kader staan een paar lessen voor bestuurders en commissarissen om zelf het initiatief te houden. En, inderdaad, de Raad van Commissarissen zal ook alert moeten zijn om in te grijpen als het management niet presteert. ■

Prof. dr. A.W.A. Boot is Hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam. Daarnaast is hij onder meer Chairman van de European Finance Association, en bestuurder en commissaris van verschillende instellingen en ondernemingen.

Noten

1 De sterke positie van bestuurders en commissarissen ten opzichte van aandeelhouders is in 1971 wettelijk verankerd voor grote ondernemingen, maar bestaat al veel langer, zeker vanaf de jaren 1950. Naast het structuurregime zijn certificaten, prioriteitsaandelen en bindende voordrachten belangrijke juridische constructies (Voogd, 1989).

2 Veranderingen in het structuurregime zorgden er voor dat (ook) bij structuurvennootschappen aandeelhouders invloed kregen op de be-

noeming (en het ontslag) van commissarissen en expliciete consultatierechten (en soms instemmingsrechten). Daarnaast nam het bereik van het structuurregime af doordat de (verplichte) toepassing van dit regime niet alleen gekoppeld is aan omvang, maar ook aan de mate waarin een onderneming zijn activiteiten binnen Nederland ontplooit; met het internationaler worden van ondernemingen vielen meer en meer ondernemingen daar buiten. Voor niet-structuurvennootschappen speelde de bescherming via coöptatie

niet en hadden aandeelhouders per definitie meer bevoegdheden. Andere grote aanpassingen liepen via het aan banden leggen van (excessieve?) beschermingsconstructies.

3 De naweeën van de financiële crisis hebben mogelijk wel enig effect. Zo is het monetair beleid nog steeds zeer ruim, en via een lage rente kan het invloed hebben op de financierbaarheid van overnames.

4 Daarnaast kunnen financiële markten sterk procyclisch zijn: in goede tijden worden risico's

vaak onderschat, terwijl in slechte tijden de markt risico's zwaar afstraft en dus mogelijk overcorrigeert (zie Boot, 2014).

5 Een andere Nederlandse bank, ING, heeft recentelijk gepoogd hier invulling aan te geven door het personeel in zelfsturende 'squads' en 'tribes' te organiseren, waarbij een vaste organisatiestructuur wordt losgelaten. Zie Management Scope, 16 november 2016, geraadpleegd op <http://managementscope.nl/magazine/artikel/1005-bart-schlatmann-coo-ing-interview>.

6 Je kunt je ook afvragen of de attractiviteit van Akzo-Nobel voor PPG niet is gelegen in het uit de markt halen van een concurrent. Na overname is een gemeenschappelijk prijsbeleid mogelijk met veel hogere marges. Dit leidt tot hogere aandelenkoersen (en rechtvaardigt de overnamepremie) maar gaat linea recta ten koste van de consument. De mededingingsautoriteit moet dus goed opletten. De fusie heeft dus mogelijk weinig met echte schaalvoordelen of efficiëntievoordelen te maken.

7 En ja, dit maakte het bedrijf gevoelig voor een overname in 2007 die het bedrijf daadwerkelijk in drieën verdeelde. ABN AMRO werd in delen overgenomen door drie banken, Fortis, Royal Bank of Scotland en Santander.

8 De praktijk kent ook mechanismen die uitnodigen tot anonimiteit. In de afgelopen decennia is sprake geweest van een sterke opkomst van de institutionele beleggers, in het bijzonder pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Deze spelers worden vaak gezien als potentiële bron van 'geduldig kapitaal' (*patient capital*): door de aard van hun verplichtingen zouden zij een meer op de lange termijn georiënteerde investeringsstrategie kunnen hanteren. Hiervan is lang

niet altijd sprake. Vaak domineert toch afstandelijkheid en een focus op de korte termijn. Een reden hiervoor is dat institutionele beleggers het beheer van hun investeringsportfoli'o's steeds meer zijn gaan uitbesteden aan professionele vermogensbeheerders (asset management-specialisten). Het aantal verschillende partijen dat een rol speelt bij het beheer van aandelen is daarmee sterk toegenomen. Er heeft een hoge mate van ketenvorming plaatsgevonden, waarbij elke schakel in de keten periodiek wordt afgerekend. Deze periodieke afrekening vertaalt zich in op de korte termijn georiënteerde rendementsdoelstellingen (Kay, 2012).

9 De inactiviteit van aandeelhouders was een belangrijke motivatie achter de structuurregeling in 1971: aandeelhouders namen hun rol niet serieus, en 'daarom' was er een almachtige Raad van Commissarissen nodig die wel zou acteren.

10 Deze waarderingsproblematiek vertaalt zich in de 'fameuze' discussies over dekkingsgraad en rekenrentes (zie WRR, 2016; box 5.1, p. 128).

11 Ook hier worden tekortkomingen in de beleggingstheorieën zichtbaar. Onze pensioenen in de verre toekomst zijn uiteindelijk afhankelijk van het groeivermogen van de economie. Hoe sterker de economie – dus hoe groter het verdienvermogen – hoe beter we kunnen voorzien in het pensioen van onze pensioengerechtigden (WRR, 2016). Als we dit vertalen naar het grote te beleggen vermogen van onze pensioenfondsen dan is het evident dat deze zo moeten worden belegd en geïnvesteerd dat ze bijdragen aan dat verdienvermogen.

12 'Stichting continuïteit' verwijst meestal naar een stichting die preferente aandelen kan

uitgeven, soms echter kan het weer op een andersoortige beschermingsconstructie duiden. Zo had Fugro naast een stichting die preferente aandelen kon uitgeven, een aparte 'stichting continuïteit' die optierecht had op bedrijfsonderdelen van Fugro.

13 Dit duidt op een gebrekkige transparantie met betrekking tot certificering. Voor zover de code bedoeld is via het 'pas toe of leg uit'-principe transparantie in het doen en laten van de onderneming te vergroten past hier een aanscherping (zie ook SEO, 2012).

14 Deze zorg vindt men ook terug bij supranationale organen. Zie bijvoorbeeld rapporten van de Europese Commissie (2013), de Financial Stability Board (FSB, 2013) en de G30 (2013), waarin zorgen worden geuit over factoren die langetermijninvesteringsstrategieën belemmeren. Zie ook Kay (2012), Davies et al., (2014) en Olesiński et al. (2014).

15 Verschillende (voormalig) bestuurders van Nederlandse AEX-bedrijven hebben gevraagd om een overleg- of bezinningsperiode van één jaar bij een vijandige bieding. Dit zou geen beschermingsmaatregel mogen zijn maar moeten bijdragen aan een zorgvuldige afweging van alternatieven. Het grote nadeel van een dergelijk mechanisme is dat ondernemingen hoe dan ook dit jaar kunnen invoeren zonder verantwoording te hoeven afleggen. Daarmee wordt het een beschermingsconstructie zonder dat het die naam heeft. De vraag is wat er mis is met de bestaande 180-dagenperiode in combinatie met expliciete beschermingsconstructies waarover verantwoording moet worden afgelegd.

Literatuur

- Berk, J., & DeMarzo, P. (2015). *Corporate finance*, third edition. Pearson.
- Boot, A.W.A. (2010). *De ontwortelde onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers?* 2^e druk, Assen: Van Gorcum.
- Boot, A.W.A. (2013). Transactiemaatschappij en financiële markten: op zoek naar een nieuwe balans. *Topics in Corporate Finance*, no. 22, ACCF.
- Boot, A.W.A. (2014). Financial sector in flux. *Journal of Money Credit and Banking*, 46(1): 129-135.
- Boot, A.W.A., & Cools, K. (2007). Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur. In: K. Koedijk & S. Eijffinger (eds.), *Private equity en aandeelhoudersactivisme* (pp. 15-56). Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde.
- Commissie Wagner (1981). *Een nieuw industrieel elan*. Adviescommissie inzake het industriebeleid. Den Haag.
- Davies, R., Haldane, A., Nielsen, M., & Pezzini, S. (2014). Measuring the costs of short-termism. *Journal of Financial Stability*, 12: 16-25.
- Europese Commissie (2013). *Long-term financing of the European economy. Accompanying the Document Green Paper Long-Term Financing of the European Economy*. Brussel: Europese Commissie. Geraadpleegd op <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52013DC0150>.
- FSB (2013). *Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance*. Bazel: Financial Stability Board. Geraadpleegd op http://www.fsb.org/2013/02/r_130216a/.
- G30 (2013). *Long-term finance and economic growth*. Washington DC: Group of 30. Geraadpleegd op http://group30.org/images/uploads/publications/G30_LongtermFinanceEconGrowth.pdf.
- Kay, J. (2012). *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making, Final report*. Londen. Geraadpleegd op <http://www>.

- ecgi.org/conferences/eu_actionplan2013/documents/kay_review_final_report.pdf.
- NCCG (2016). *De Nederlandse Corporate Governance Code*. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 8 december 2016. Den Haag. Geraadpleegd op <http://www.mccg.nl/?page=3763>.
 - Olesiński, B., Opala, P., Rozkrut, M., & Toró, A. (2014). *Short-termism in business: Causes, mechanisms and consequences*. EY Poland. Geraadpleegd op [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Poland_Report/\\$FILE/Short-termism_raport_EY.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Poland_Report/$FILE/Short-termism_raport_EY.pdf). Appendix geraadpleegd op [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Poland_Report_Aneks/\\$FILE/Appendix_Final.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Poland_Report_Aneks/$FILE/Appendix_Final.pdf).
 - SEO (2012). *Het Nederlandse stelsel van corporate governance code en monitoring: een gebalanceerd systeem?* Rapport in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken, SEO Economisch Onderzoek, Amsterdam, december.
 - WRR (2016). *Samenleving en financiële sector in evenwicht*. Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, rapport nr. 96. Den Haag. Geraadpleegd op <https://www.wrr.nl/publicaties/rapporten/2016/10/12/samenleving-en-financiële-sector-in-evenwicht>.
 - Voogd, R.P. (1989). Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 32. Deventer: Kluwer.