

Column

De SER en de commissaris.

Een staaltje periodiek juridisch onderhoudswerk?

19 januari jongstleden heeft de Sociaal Economische Raad (SER) het kabinet geadviseerd over een 'update' van de zogenaamde Structuurregeling in het licht van recente ontwikkelingen (lees: de opkomst van de aandeelhouder en 'aandeelhouderswaarde'). Deze Structuurregeling dateert van 1971 en regelt de benoeming van de raad van commissarissen (rvc), het bestuur van de onderneming en het vaststellen van de jaarrekening bij vennootschappen die tenminste 27 miljoen gulden hebben geplaatst, die onder de Wet op de Ondernemingsraden (WOR) vallen en die minimaal honderd werknemers in Nederland hebben. In totaal gaat het om een kleine vierhonderd ondernemingen, waarvan 71 beursgenoteerde. De regeling was bedoeld om te zorgen voor effectieve controle op het bestuur bij ondernemingen met een sterk gespreid aandelenbezit.

Het verzoek om advies van het kabinet betrof de vragen of dit controlemechanisme nog wel functioneert – een vraag die met name is ingegeven door een aantal recente 'schandalen' met tekortschietende commissarissen (denk aan de Content-affaire) – en of de toelatingscriteria niet moeten worden verhoogd. De achtergrond daarvan is de vermeende schaalvergroting in het economische landschap.

Daarnaast ontving de SER van de kamer het verzoek om advies uit te brengen over kwesties van 'corporate governance' in brede zin. Volgens de kamer reiken deze van aandelenspreidingsregelingen voor werknemers, pensioenfondsactivisme en de benoeming van commissarissen tot aan maatschappelijk verantwoord ondernemen, het 'shareholder-stakeholder' de-

bat en de vraag of naast kapitaal en arbeid niet ook andere 'belangen' toegang moeten krijgen tot het ondernemingsbestuur.

Het advies overziend, heeft de SER zich niet willen verliezen in bredere bespiegelingen over de positie van de economische organisatie in de maatschappij en het toezicht daarop. De SER adviseert om de Structuurregeling te behouden, maar stelt haar op details bij om tekortschietende controlemechanismen te versterken. Zo komt het benoemingsrecht van commissarissen – minimaal drie – wederom bij de aandeelhoudersvergadering (ava) te liggen, draagt de rvc de kandidaten voor, maar dient zij daarbij de voordracht van de ondernemingsraad (or) ten aanzien van hoogstens een derde van de commissarissen te volgen. Zo komt ook de vaststelling van de jaarrekening weer bij de ava te liggen (was de rvc), terwijl het bestuur haar opstelt en de rvc haar slechts goedkeurt. Zo verworft de ava een goedkeuringsrecht ten aanzien van besluiten die raken aan het karakter dan wel de identiteit van de onderneming, verkrijgt zij het recht bij tweederde meerderheid de complete rvc naar huis te sturen en dienen bezitters van 'stemloze' aandelen ('certificaathouders') hun stem terug te krijgen als het gaat om goedkeuring van de jaarstukken, benoeming en beoordeling van de rvc en statutaire wijzigingen ten aanzien van de vrijwillige toepassing van de Structuurregeling. Wat betreft de toelatingscriteria stelt de SER een bescheiden verhoging van het kapitaalscriterium in tot 35 miljoen. Niets schokkends eigenlijk, en alleen impliciet een antwoord op de vragen van de kamer.

* Ewald Engelen is als post-doc verbonden aan de Faculteit Geesteswetenschappen van de Universiteit van Amsterdam. Eerder publiceerde hij *De mythe van de markt* (1995), *Economisch burgerschap in de onderneming* (2000) en *De burger en de onderneming* (2000).

Om de discussie uit het juridisch specialisme te trekken zal ik drie aanpalende onderwerpen oprakelen die wel raken aan de vragen van de kamer.

'Corporate governance' en innovatie

Het debat tussen 'shareholders' en 'stakeholders' is een debat tussen twee conflicterende visies op de onderneming. Het shareholderskapitalisme schrijft het eigendom van de onderneming in laatste instantie aan de aandeelhouder toe. De claims op het ondernemingsresultaat van de overige partijen – toeleveranciers, afnemers, werknemers, banken – zijn afgedekt door contracten die de omvang van de tegenprestatie vastleggen. Alleen voor aandeelhouders geldt dat niet. Zij zijn de zogenaamde 'rest-eigenaars' of 'residual owners'. Zij krijgen wat overblijft nadat aan alle contractuele verplichtingen is voldaan. Bij een goed bedrijfsresultaat kan dat veel zijn, bij een slecht bedrijfsresultaat niets. Om die reden moeten de instituties van 'coperate governance' zo zijn ingericht dat het bestuur van de onderneming zoveel mogelijk wordt verplicht om de belangen van de aandeelhouder te dienen. Deze visie op de onderneming is vooral ontwikkeld in takken van de neoklassieke economische theorie als de transactiekostentheorie en de agencytheorie.

Het stakeholderskapitalisme is veel diverser en daarom moeilijker vast te pinnen. Er zijn christen-democratische, republikeinse en sociaal-democratische varianten. Wat deze varianten delen is dat aandeelhouders maar een van de deelnemers van de onderneming zijn en dat hun belangen dus moeten worden afgewogen tegen die van werknemers, consumenten, leveranciers, de gemeenschap en het zelfstandige belang van continuïteit van de onderneming zelf. In deze visie op de onderneming is het cruciaal dat de instituties van 'coperate governance' de deelnemende belangen ook daadwerkelijk balanceren. De Structuurregeling uit 1971 is een uitwerking van deze stakeholdersgedachte, en dat geldt evenzeer voor het voorliggende advies.

Dit is niet een louter 'academisch' debat. In kapitalistische economieën geschiedt de creatie van welvaart via private ondernemingen. Binnen die ondernemingen worden beslissingen over de allocatie van middelen genomen

die bepalend zijn voor dat welvaartscreërende proces. Op hun beurt worden deze beslissingen sterk beïnvloed door het heersende regime van 'coperate governance'. In een shareholdersregime speelt de beurskoers een belangrijkere rol in de strategie van het bestuur van de onderneming dan in een stakeholdersregime, waar de onderneming eerder zal streven naar groei, marktaandeel of technische excellentie. Het effect van een sterkere nadruk op aandeelhouders kan zijn dat middelen worden geredistribueerd van werknemers naar aandeelhouders waardoor de innovativiteit van de onderneming op de langere termijn onder druk komt te staan.

Ik heb het uiteraard over de relatie tussen het regime van 'coperate governance' en de economische prestaties van ondernemingen. Een lastig maar belangrijk onderwerp waarnaar momenteel door een team onder leiding van Bill Lazonick onderzoek wordt gedaan (zie www.insead.fr/cgep/). Voorlopige uitkomsten daarvan wijzen in de richting dat een te grote rol van de aandeelhouder op de ondernemingsstrategie het innovatief vermogen van de onderneming inderdaad kan schaden. Volgens de nieuwste inzichten heeft innovatie weinig te maken met 'Willie Wortels' of naar wetenschappelijke leest geschoeide laboratoria, zoals het eens fameuze NatLab van Philips, maar is het een leerproces dat collectief, cumulatief en door en door onzeker is. Om die redenen vereist innovatie 'geduldig kapitaal'; een hoge mate van organisatorische integratie, waarmee wordt bedoeld dat strategie niet exclusief toevalt aan het management maar alle werknemers aangaat; en controle over de allocatie van interne middelen door 'insiders', niet door 'outsiders' zoals aandeelhouders.

De vraag is dan of de Structuurregeling, en meer algemeen het stelsel van 'coperate governance' in Nederland in zijn meest brede vorm, aan deze criteria voldoet. Daarover zwijgt de SER in alle talen.

Het speculatieve belang van de aandeelhouder

Ten tweede, wat is nu eigenlijk de rol van de openbare aandelenmarkt in hedendaagse varianten van het kapitalisme? In het debat tussen 'stakeholders' en 'shareholders' wordt ge-

scherm met de tegenstelling tussen systemen waarin productief kapitaal vooral wordt gemobiliseerd en gealloceerd via aandelenmarkten en systemen waarbij dat wordt gedaan door banken. Markt georiënteerde systemen vind je dan vooral in Angelsaksische landen, terwijl bank georiënteerde systemen vooral op het Europese continent worden aangetroffen. Voorstanders van het shareholderkapitalisme beweren bovendien dat het Angelsaksische kapitalisme efficiënter is en daarom de 'ouderwetse' continentale systemen zal vervangen.

Drie kanttekeningen hierbij. Ten eerste is de verscheidenheid aan regimes van 'coperate governance' veel groter dan deze tegenstelling suggereert. Of, zoals de SER zelf constateert: 'van de 15 onderzochte EU-landen kennen zeven landen een vorm van wettelijke werknemersparticipatie in de bestuurlijke en/of toezichthoudende ondernemingsorganen'.

Ten tweede zijn reëel bestaande economische ordeningen zelf heterogener dan de theoretische 'modellen' doen voorkomen. De Amerikaanse aandelenmarkt is niet de open, anonieme en betrekkelijk gelijke markt uit het sprookje van het volkskapitalisme, maar wordt gedomineerd door banken, institutionele beleggers en familiefondsen. Bovendien wordt een groot deel van de Amerikaanse regelgeving uitgevaardigd door de staten en zijn er aanzienlijke verschillen op het gebied van 'coperate governance' tussen deze staten. Voor het Duitse bankenkapitalisme geldt dat moet worden onderscheiden tussen grote 'autarke' ondernemingen als Thyssenkrup, Daimler-Chrysler en Siemens en de regionale netwerken van midden- en kleinbedrijven zoals in Baden Württemberg bestaan. De eerste zoeken in toeneemende mate aansluiting bij het Amerikaanse aandeelhouderskapitalisme, onder andere door noteringen in Wall Street. De tweede putten hun concurrentievoordeel onverminderd uit samenwerking met overheden, banken, vakbonden en concurrenten.

Ten derde wordt zowel in Duitsland als in de VS het leeuwendeel van de productieve investeringen gefinancierd uit het bedrijfsresultaat, de zogenaamde 'retained earnings'. Bankleningen en aandelenemissies beslaan in beide economieën gemiddeld een schamele tien procent van de productieve investeringen. Dit plaatst het argument dat aandeelhouders meer zeggenschap verdienen omdat zij risicodra-

gend kapitaal verschaffen in een ander licht. Voor de anonieme aandeelhouder van de beursgenoteerde onderneming geldt dat het hem vooral te doen is om de combinatie van dividend en speculatieve koerswinst. De betrokkenheid bij de onderneming is louter financieel. In dit verband is het aardig om te memoriseren wat Adolf Berle, co-auteur van de beroemde studie *The Modern Corporation & Private Property* uit 1932, in het voorwoord bij de editie uit 1968 schreef:

'The purchaser of stock does not contribute savings to an enterprise thus enabling it to increase its plant or operation. He does not take the 'risk' of a new or increased economic operation; he merely estimates the chance of the corporation's shares increasing in value. The contribution his purchase makes to anyone other than himself is the maintenance of liquidity for other shareholders who may wish to convert their holdings into cash.'

Met andere woorden, de voornaamste bijdrage die de aandeelhouder levert is de creatie van een liquide markt in eigendomstitels. Alleen andere aandeelhouders hebben daar echt baat bij.

Om deze reden ligt het niet voor de hand aandeelhouders uitgebreide controlerende bevoegdheden toe te kennen. Exit-mogelijkheden volstaan. De SER lijkt dit te erkennen door de af- of wel en de afwa geen voordrachtsrecht voor de benoeming van commissarissen te geven. Aan de andere kant is de teneur van het advies dat vooral de positie van de aandeelhouder moet worden versterkt en dat Nederland nodig aan aansluiting moet vinden bij de mondiale 'best practice' (lees: het Amerikaanse aandeelhouderskapitalisme). Bovendien beargumenteert de SER de voorgestelde asymmetrie tussen arbeid en kapitaal ten aanzien van de benoeming van commissarissen niet met een beroep op (varianten van) de bovenstaande redenering, maar met een beroep op collectieve handelingsproblemen; meningsvorming binnen de afwa zou 'omslachtig, tijdrovend en kostbaar' zijn. Het ware beter geweest – vooral ook voor de discussie over 'coperate governance' hier te lande – indien de raad zich onomwonden had uitgesproken tegen de mythe van de risicodragende aandeelhouder.

De 'tradeoff' tussen productief en financieel kapitaal

Dat brengt mij bij mijn derde punt, de rol van pensioenfondsen en andere institutionele beleggers in het ondernemingsbestuur. In toenemende mate wordt duidelijk dat de opkomst van de aandeelhouder en van aandeelhouderswaarde als dominante oriëntatie van de ondernemingsstrategie samenhangt met de accumulatie van kapitaal bij pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsfondsen. Door een mix van demografische ontwikkelingen, de liberalisering van kapitaalmarkten, en de succesvolle jacht van deze fondsen op steeds hogere rendementen is de liquiditeit van de meeste aandelenbeurzen enorm gegroeid. Deze 'asset inflation' is zowel oorzaak als gevolg van de verschuivingen binnen de portfolio's van pensioenfondsen en andere institutionele beleggers van langlopende schuldpapieren (obligaties) en onroerend goed naar aandelen. Als gevolg daarvan is de koers van het aandeel tot een steeds belangrijkere indicator van bedrijfseconomische 'gezondheid' uitgegroeid, al was het maar omdat een lage koers uitnodigt tot vriendelijke en onvriendelijke overnames. Oftewel, de rendementen die nodig zijn om de vergrijzing van straks te kunnen betalen, gaan ten koste van het innovatief vermogen dat nodig is voor de productie van straks. Dit dilemma krijgt in het debat over 'coperate governance' ten onrechte nauwelijks aandacht. Het SER-advies is daarop geen uitzondering.

Natuurlijk is het kapitaal dat deze fondsen beheeren grotendeels eigendom van werknemers. Door nu aandeelhouders grotere zeggenschap te geven, zo luidt de redenering, kunnen pensioenfondsen, daartoe gedwongen door hun achterban, de maatschappelijke inbedding van ondernemingen in het oog houden. Het 'investors activism' van het Californische staatspensioenfonds, CalPers, is hier het lichtende voorbeeld.

Dit pleidooi vooronderstelt dat er een cruciaal onderscheid bestaat tussen institutionele beleggers en de anonieme aandeelhouder. Er zijn drie redenen om daaraan te twijfelen. Omdat pensioenen 'uitgesteld loon' zijn, geldt voor de beheerders ervan hetzelfde als voor de kleine belegger, namelijk een zo hoog mogelijk rendement bij een zo laag mogelijk risico.

Concreet betekent dat spreiding van beleggingen en niet de concentratie van kapitaal die nodig is voor effectieve zeggenschap. Verder moeten de niet onaanzienlijke kosten van portfoliobeheer worden geminimaliseerd. Daaruit volgt de wens om het aantal transacties zoveel mogelijk te beperken en het aantal aandelen per transactie te maximaliseren. Gecombineerd met de eis van risicospreiding betekent dat een voorkeur voor zo groot mogelijke beursfondsen, eerst in Nederland, maar nu in toenemende mate op Europese en mondiale schaal. Ten derde moeten aandelen makkelijk van de hand kunnen worden gedaan om aan liquide middelen te komen. Ook daaruit volgt een voorkeur voor de grootste beursfondsen.

Uit de aard van het kapitaal – uitgesteld loon – dat pensioenfondsen beheren volgt een oriëntatie die niet zo gek veel verschilt van die van de kleine, anonieme aandeelhouder uit het leerboekje. Om die reden legt het sympathieke pleidooi voor 'pensioenfondsocialisme' geen gewicht in de schaal als het gaat om de roep om grotere bevoegdheden voor de aandeelhoudersvergadering.

Juristen

Dit zijn drie onderwerpen die onder 'coperate governance' vallen maar in Nederland niet als zodanig worden gethematiseerd. Het is te betreuren dat de SER de kameraanvraag niet heeft aangegrepen om zijn licht te laten schijnen over deze en andere kwesties. De raad had daarmee zijn eigen advieswerk kunnen laten uitgroeien tot meer dan het periodieke juridische onderhoudswerk dat het nu is geworden. Bovendien zou dat de raad hebben gedwongen wat meer afstand te nemen van de tijdgeest. Anders dan het uitgelekte ontwerp-advies van 23 november jongstleden, grossiert het uiteindelijke advies in Angelsaksische aandeelhoudersretoriek. Ook al verschillen de uiteindelijke voorstellen opmerkelijk genoeg slechts op details. Kennelijk is men toch geschrokken van de felle uithalen van Jaap Peters en de zijnen.

Misschien dat deze angstvalligheid iets heeft te maken met de eenzijdige samenstelling van de commissie. Dan bedoel ik niet dat er geen aandeelhouders in zijn vertegenwoordigd, of representanten van de milieube-

weging, maar juist dat het overwegend juristen zijn die in de commissie zitting hadden. Maar liefst 11 van de 18 leden waren jurist.

En van juristen, of in ieder geval van deze juristen, hoef je geen vergezichten te verwachten.