

Wat hebben we aan aandeelhouders?

Beleggers moeten zorgen voor geld, informatie en discipline, maar schieten vaak te kort. Dat is ook verklaarbaar: niet iedere aandeelhouder is even betrokken bij de onderneming. Het wordt tijd om daar in de corporate governance expliciet rekening mee te houden.

J. Fox is editorial director van HBR Group, J.W. Lorsch bekleedt de naar Louis E. Kirstein vernoemde leerstoel in Human Relations aan de Harvard Business School.

Topmanagement en aandeelhouders lijken klem te zitten. Topmanagers beklagen zich, niet onterecht, over bemoeizuchtige en achterdochtige aandeelhouders die het hen alsmaar moeilijker maken om hun werk goed te doen. Aandeelhouders op hun beurt beklagen zich, ook niet onterecht, over topmanagers met torenhoge beloningen die middelmatige resultaten leveren. De commissarissen zitten hierdoor in een lastig parket, want zij worden steeds meer geacht om op te treden als toezichhouders en regelgevers hoewel de praktijk lijkt uit te wijzen dat zij effectiever zijn in een rol als bevriend adviseur.¹

De oorsprong van deze impasse ligt in de jaren zeventig. Aandeelhouders begonnen toen meer macht te krijgen na een lange periode waarin managers het bijna helemaal voor het zeggen hadden gehad. Deze verandering had onder andere politieke en economische oorzaken, maar ze werd ook mogelijk gemaakt door de groeiende neiging om de aandeelhouder centraal te stellen. Deze nieuwe benadering kwam voort uit wetenschappelijk onderzoek naar de motieven en het handelen van managers in het bedrijfsleven. De conclusie: managers en commissarissen moesten vooral de belangen van de aandeelhouders dienen.

In de praktijk ging dat echter lang niet zo gemakkelijk. In juridisch opzicht bezitten de aandeelhouders de onderneming niet; zij bezitten effecten die hun een allesbehalve goed afgebakende aanspraak geven op wat de onderneming verdient. Zowel juridisch als in de praktijk hebben de aandeelhouders geen invloed op de meeste grote beslissingen die in een onderneming worden genomen; daar gaan de directie en de commissarissen over. Veel topmanagers zeggen wel het belang van de aandeelhouder

voorop te stellen, maar hun daden en beloning suggereren vaak dat hun loyaliteit toch iets anders ligt. Als gevolg van die kloof tussen retoriek en realiteit – en ook de vele schandalen en faillissementen die er zijn geweest – is er bij herhaling voor gepleit om de externe aandeelhouders nog meer invloed te geven. Als ondernemingen nu eindelijk eens bereid waren om de aandeelhouder op de eerste plaats te zetten, zo de redenering, dan zou het kapitalisme veel beter functioneren.²

Dat klinkt misschien aantrekkelijk, maar het wordt niet gestaafd door feiten. De huidige patstelling volgt immers op vele jaren waarin aandeelhouders al daadwerkelijk meer invloed hebben gekregen, maar vaak toch teleurgesteld waren over de resultaten. Het is op zijn minst denkbaar dat de aandeelhouders zelf het probleem zijn. Misschien zijn zij niet geschikt als 'baas' van een onderneming. Wie van hen verwacht dat zij ondernemingen zullen besturen en discipline zullen opleggen, komt onherroepelijk bedrogen uit. Of zouden er misschien toch mogelijkheden zijn om aandeelhouders een effectieve en behulpzame rol te laten vervullen, maar zien we die wellicht niet juist omdat we de aandeelhouder zo nadrukkelijk op de eerste plaats willen zetten? In dit artikel kijken wij naar de aandeelhouders. Wie zijn zij? Wat zijn hun prikkels? Waar zijn zij goed in? En slecht? Er komt steeds meer onderzoek en discussie hierover.³ Onze bijdrage is om een raamwerk aan te dragen dat een handvat kan bieden bij het nadenken over de rol van de aandeelhouders. Ook geven we enkele suggesties voor verandering. Ten aanzien van de bijdragen die de aandeelhouders leveren aan een onderneming onderscheiden wij drie terreinen: geld, informatie en discipline.

1. In deze vertaling zijn verwijzingen naar de 'board' stelselmatig vervangen door verwijzingen naar 'commissarissen'; vert.
2. Zie bijv. Lucian A. Bebchuk, 'The Case for Increasing Shareholder Power', *Harvard Law Review*, jan. 2005.
3. Zie voor een samenvatting het discussiestuk 'Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution?' van Ben W. Heineman en Stephen Davis, uitgegeven door het Millstein Center for Corporate Governance and Performance van de universiteit van Yale.

1. Geld

De meest voor de hand liggende rol van de aandeelhouder is om de onderneming van kapitaal te

Uit cijfers blijkt dat het Amerikaanse bedrijfsleven in het voorbije decennium vooral geld heeft afgedragen aan beleggers

voorzien. Maar eigenlijk is dit helemaal niet zo'n uitgemaakte zaak. Ondernemingen hebben investeringskapitaal nodig, maar dat krijgen ze over het geheel genomen niet van de aandeelhouders. Volgens het stelsel van centrale banken in de VS, de Federal Reserve, is het uitstaande eigen vermogen van het Amerikaanse bedrijfsleven in het afgelopen decennium per saldo met 287 miljard dollar *gedaald*. Dit negatieve cijfer zou nog veel hoger zijn als we de noodfinancieringen van de financiële instellingen in 2008 en 2009 buiten beschouwing lieten. Reken vervolgens de dividendbetalingen mee, en we zien dat Amerikaanse ondernemingen in de afgelopen tien jaar voor biljoenen aan contanten hebben overgedragen *aan* hun aandeelhouders. Gevestigde ondernemingen financieren hun investeringen doorgaans uit hun winst of met vreemd vermogen; zij hebben het geld van de aandeelhouders niet nodig.

Natuurlijk bevindt niet iedere onderneming zich in deze comfortabele positie. Vele moeten wel degelijk eigen vermogen zien aan te trekken. Dat zijn vaak de jonge, groeiende ondernemingen waarvan we er allemaal veel meer willen zien. Zonder aandeelhouders die bereid zijn om het risico te lopen dat een bank of obligatiehouder niet wil nemen, zouden deze ondernemingen in een te lage versnelling blijven draaien of helemaal niet van de grond komen. De beleggers die dit geld aandragen, krijgen meestal ook navenant invloed. Durfinvesteerders in jonge bedrijven, of in de aanloop naar nieuwe bedrijven (de zogeheten *angels*), krijgen zitting in het bestuur en kunnen soms ook hun veto uitspreken over managementbeslissingen en -benoemingen. Beleggers die geld inleggen wanneer het tegen zit krijgen vaak de voorkeur boven anderen, en een stem bij strategische beslissingen. In dergelijke situaties ontstaat er meestal geen discussie over corporate governance: het management legt de facto verantwoording af aan de aandeelhouders die dringend benodigd kapitaal hebben verschaft – althans voor een tijdje.

De meeste aandeelhouders en de meeste ondernemingen passen echter niet in dit plaatje. Bij een doorsnee beursgenoteerde onderneming zijn niet zozeer de aandeelhouders als wel de beurs als ge-

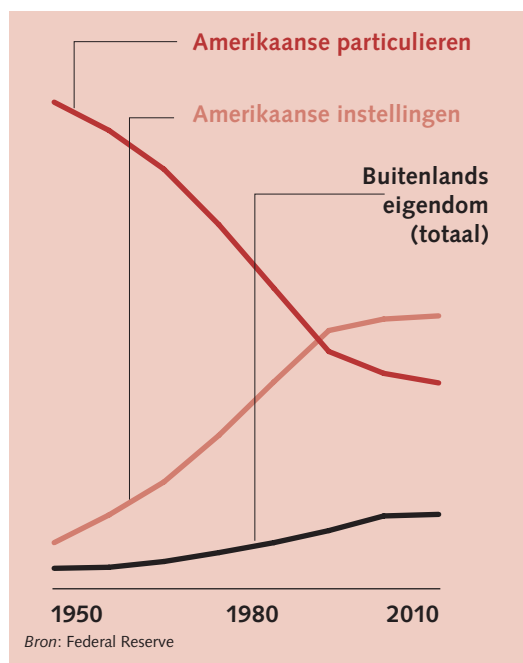
heel de financier. De markt zorgt voor liquiditeit. Verschaffers van vreemd vermogen en zakenpartners voelen zich gerustgesteld als zij zien dat de aandelen in een onderneming gemakkelijk kunnen worden verhandeld tegen prijzen die iedereen kan zien. Dit maakt fusies mogelijk. Het stelt prille investeerders en medewerkers in staat om aandelen in de onderneming van de hand te doen en aandelenopties uit te oefenen. Het biedt beleggers die dringend noodzakelijk geld inbrengen de mogelijkheid om de winst op hun belegging te innen. Het oliet de raderen van het kapitalisme.

Die raderen zijn door de jaren alsmaar meer gesmeerd. Zo constateerden Eugene Fama en Kenneth French dat in de periode 1973-2002 een groot en toenemend percentage van de ondernemingen elk jaar aandelen uitgaf: in de periode 1973-1982 deed 67 procent dit, in 1993-2002 ging het om 86 procent. En waarom gaven ondernemingen zo vaak aandelen uit? Omdat steeds meer fusies werden gefinancierd met aandelen en aandelen ook steeds vaker werden gebruikt voor allerlei beloningsvormen voor het personeel, zoals aandelenopties. Dit is niet per se een gezonde ontwikkeling. Volledig met aandelen betaalde fusies vernietigen doorgaans waarde. Veel ondernemingen hebben te veel vertrouwd op aandelenopties om medewerkers te belonen, en dan vooral hun topmanagers (zie kader 'Meer zeggenschap over beloning – maar die blijft hoog'). Bovendien lijkt de toename van de liquiditeit in de markt over het geheel genomen gepaard te gaan met dalend rendement.

Om adequate liquiditeit te kunnen bieden, moet een markt veel wispelturige speculanten hebben die snel in- en uitstappen. Een markt met enkel partijen die beleggen voor de lange termijn zou niet bijzonder nuttig zijn. Een markt die echter vooral bestaat uit korte-termijnbeleggers creëert zo haar eigen problemen. Uitgerekend dit type belegger heeft zich op de beurs gestort. In de jaren vijftig werd een aandeel verhandeld op de New York Stock Exchange (NYSE) gemiddeld zeven jaar lang aangehouden – nu is dat nog maar een half jaar. Vergelijkbare ontwikkelingen zien we in andere markten, over de hele wereld. Een meer recente ontwikkeling is bovendien de hoogfrequente handel waarbij partijen hun stukken soms niet langer dan fracties van een seconde aanhouden. Dit soort transacties kan tot wel zeventig procent uitmaken van het dagelijkse handelsvolume op de NYSE.

Er zijn drie oorzaken te geven voor het alsmaar kortstondiger aandeelhouderschap. Allereerst heb-

Figuur 1. Eigendomsverhoudingen Amerikaanse aandelen, 1950-2010



ben regelgevers in veel landen zich met succes sterk gemaakt voor lagere transactiekosten. Belangrijk hierbij waren vooral de dereguleringen van de handelsprovisie in de jaren zeventig en tachtig, maar ook initiatieven als prijs-decimalisering in de late jaren negentig. Ten tweede hebben de ontwikkelingen in de technologie, zowel in *financial engineering* als op het gebied van computerapparatuur en -programma's, nieuwe vormen van handel mogelijk gemaakt. Ten derde is de particuliere belegger, die ooit de beurshandel domineerde, gemarginaliseerd door beroepshandelaren die zowel geprikkeld worden als onder druk staan om veel vaker te handelen dan de particuliere belegger doorgaans doet.

In de jaren vijftig bezaten huishoudens ruim negentig procent van alle aandelen in Amerikaanse ondernemingen. Tegenwoordig bezitten instellingen echter zowat de helft van alle aandelen in beursgenoteerde Amerikaanse bedrijven die in Amerikaanse handen zijn (zie figuur 1). Tel daarbij op de institutionele beleggers uit het buitenland (het buitenlandse bezit van Amerikaanse aandelen is niet uitgesplitst in particuliere en institutionele beleggers) en de *hedge funds* (doorgaans meegeteld met particulier aandelenbezit), en het aandeel van instellingen is vermoedelijk eerder 65 tot zeventig procent. Bij de grootste ondernemingen zal dit percentage nog hoger liggen.

Door het toenemende belang van institutionele

beleggers, in combinatie met andere ontwikkelingen, is de aandelenhandel enorm van karakter veranderd. De handelsprovisie is voor iedereen verlaagd, maar nog het meest voor institutionele beleggers. Die beschikken bovendien over de middelen om volop te kunnen profiteren van geavanceerde financiële, computer- en communicatietechnologie. En terwijl de particuliere belegger kan kiezen voor een lange beleggingshorizon, en de modes en dagelijkse fluctuaties in de markt kan negeren, kunnen instellingen die andermans geld beleggen dat doorgaans niet: als hun rendementen te lang achter blijven bij de markt, halen hun cliënten hun geld weg.

Hoe groter de invloed van korte-termijnhandelaren op de koersvorming, des te volatieler de koersen worden. Aandelenkoersen zijn immers geen precieze afspiegeling van de fundamentele waarde van de onderliggende ondernemingen. Nou is enige volatiliteit natuurlijk wel goed; dat geeft mensen een reden om te handelen, en dan blijven de markten liquide. Vanaf een bepaald punt is volatiliteit echter funest voor liquiditeit. Denk aan de financiële crisis van 2007 en 2008, toen door de onzekerheid over de koersen de handel in effecten met hypotheeklen als onderpand stil viel. Een ander voorbeeld is de *Flash Crash* van 2010, toen de aandelen in honderden ondernemingen opeens de helft minder waard werden – en vervolgens binnen luttele minuten weer terug waren op de eerdere niveaus. Over het geheel genomen, blijkt uit onderzoek van Andrew Haldane van de Bank of England, zijn de Britse en Amerikaanse beurzen de afgelopen twintig jaar veel volatieler geworden.⁴

Er zijn geen aanwijzingen dat het door deze ontwikkelingen *over het geheel genomen* moeilijker is geworden voor ondernemingen om kapitaal aan te trekken of transacties te doen met hun aandelen. Bepaalde ondernemingen hebben het echter wel degelijk lastiger in dit klimaat. Dat zijn de eerder al genoemde starters die zo veel kapitaal nodig hebben om van de grond te kunnen komen. Het aantal nieuwe bedrijven dat naar de beurs gaat, daalt al tientallen jaren in de Verenigde Staten. Deze ontwikkeling – die eind jaren negentig slechts kortstondig werd onderbroken door de rage rond jonge internetbedrijfjes – is onderzocht door de accountantsfirma Grant Thornton. Zij stellen dat het dalend aantal nieuwe beursgangen mede wordt veroorzaakt door de toegenomen transactiefrequentie en de bijzonder lage transactiekosten; commissie's zouden inmiddels zo weinig provisie verdienen dat ze zich geen beleggersonderzoek naar

⁴ Zie ook Andrew G. Haldane, 'Patience and Finance', lezing gegeven op 9.9.2010 resp. Andrew G. Haldane en Richard Davies, 'The Short Long', lezing gegeven op 11.5.2011 (beide verkrijgbaar via bankofengland.co.uk).

Meer zeggenschap over beloning – maar die blijft hoog

In de jaren tachtig en negentig gingen *boards* (~raden van commissarissen; vert.) er toe over – onder druk van governance-activisten, institutionele beleggers, de financiële pers, wetenschappelijk onderzoekers op het gebied van financiën en zelfs het Amerikaanse Congres – om CEO's voor het merendeel met aandelen en aandelenopties te belonen. Ook had men steeds minder geduld met CEO's bij bedrijven die slechte resultaten boekten. De gedachte was, dat topmanagers meer onder druk moesten worden gezet om goede resultaten te bereiken.

Wat gebeurde er dus? CEO's zitten tegenwoordig veel korter in het zadel en verdienen veel meer. Van enige statistische correlatie tussen de beloning van de CEO en de bedrijfsresultaten is echter volstrekt geen sprake bij de ondernemingen in de *S&P 500*; dat constateert Baruch Lev in zijn boek *Winning Investors Over* (2012). Het rendement voor de aandeelhouder is in de afgelopen jaren ook alarmerend dicht bij nul geweest.

Nu kan dit natuurlijk worden opgedist als een verhaal over geslepen, zelfzuchtige managers die zich verrijken ten koste van de aandeelhouders, wat het ook is. Maar eveneens is het zo, dat aandeelhouders aandringen op verandering en vervolgens niet in staat blijken te zijn om die in gewenste banen te leiden. Door de antagonistische, op de beurs georiënteerde benadering van de beloning lijken topmanagers zichzelf eerder als huurling dan als rentmeester te zijn gaan beschouwen. Dit zou een werkbare situatie kunnen zijn indien de

aandeelhouders bereid en in staat waren om het benodigde toezicht uit te oefenen. Maar dat zijn ze niet, als we mogen afgaan op informatie waarover we beschikken als gevolg van de jongste ontwikkeling op het gebied van de beloning van topmanagers: *Say on pay* ('zeggenschap over beloning'). Dit is een onderdeel van de financiële-hervormingswet Dodd-Frank en begin vorig jaar vastgelegd in een regel door de SEC. Ondernemingen zijn nu verplicht om hun aandeelhouders minstens elke drie jaar te laten stemmen over de beloningspakketten van hun topmanagers; die stemming is overigens niet bindend. Deze nieuwe regel heeft zeker geleid tot grotere controle: in het eerste half jaar dat ze van kracht was, gaf Institutional Shareholder Services een negatief stemadvies af over de beloningspakketten bij 289 van de 2.313 ondernemingen waar het naar had gekeken.

Bij slechts 39 ondernemingen spraken de aandeelhouders zich echter daadwerkelijk in meerderheid uit tegen de beloningen voor het topmanagement. Daarbij ging het meestal om ondernemingen waar de koers van het aandeel sterk was gedaald of die verliezen hadden gerapporteerd. Bij slechts enkele ondernemingen leek de sterke stijging van de beloning in lijn te zijn met de geleverde resultaten. Aandeelhouders kunnen kennelijk heel goed hun onvrede uiten over slecht presterende ondernemingen, maar goede en slechte beloningspakketten van elkaar onderscheiden blijkt lastiger te zijn. Of het interesseert hen gewoon niet.

jonge ondernemingen meer kunnen veroorloven. De moderne regelgeving voor de beleggingsmarkten is echter ontwikkeld vanuit het paradigma dat er niet zoiets bestaat als te veel liquiditeit, te veel handel of te grote volatiliteit. Lagere transactiekosten gelden als een louter goede zaak. Met de belastingen ligt dat anders: in de meeste landen wordt er op korte-termijnhandel een hogere vermogenswinstbelasting geheven dan op beleggingen die lang worden aangehouden. Het effect van deze belastingvoorkeur ten gunste van langlopende beleggingen wordt echter deels teniet gedaan doordat de meeste grote beleggers in de VS (pensioenfondsen, stichtingen, legaten) zijn vrijgesteld van inkomstenbelasting.

Naar aanleiding van de *Flash Crash* overweegt de Amerikaanse toezichthouder voor de beurzen, de U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), om nieuwe maatregelen te treffen, zodat de handel

bij plotselinge volatiliteit kan worden geremd of stilgelegd. Dat zou al een bescheiden stap in de goede richting zijn, maar het is tijd voor een bredere heroverweging van de wet- en regelgeving voor de beurshandel. Frictie in de markt is ook ergens goed voor. Er is wel degelijk zoiets als te veel liquiditeit. Een veel besproken voorstel is een kleine belastingheffing op alle financiële transacties: de Tobinheffing, ook wel 'Robin Hood-belasting' genoemd. Een verhandeling over de mogelijke voor- en nadelen van een dergelijke heffing valt buiten het bestek van dit artikel, maar de mogelijkheid dat de liquiditeit erdoor afneemt zou in ieder geval geen reden mogen zijn om het idee meteen af te schieten.

2. Informatie

De aandelenbeurs is een van de grootste informatiebundelaars die we kennen. Sinds de jaren zestig brengen wetenschappers al in kaart hoe goed beur-

zen informatie over bedrijven weten te vergaren en analyseren. Onderzoeken naar specifieke gebeurtenissen laten zien dat koersen verbijsterend snel reageren op nieuws – vaak al voordat het nieuws algemeen bekend is. Ook weet de beurs de clichés en eufemismen van de accountants moeiteloos door te prikken en de resultaten van bedrijven op hun werkelijke waarde te schatten.

Wanneer dus weer eens een CEO verkondigt dat de belegger zijn onderneming onvoldoende beloont voor de resultaatverbetering die deze heeft laten zien, kunnen we wel aannemen dat de markt het juist inschat en dat de CEO en zijn accountants de zaken mooier voorstellen dan ze zijn. En hoewel beurzen vaak wordt verweten uitsluitend oog te hebben voor de korte termijn, en geen geduld te kunnen opbrengen, blijkt uit allerlei statistisch bewijs dat in aandelenkoersen – vooral die van jonge ondernemingen – al de potentiële inkomsten van over tientallen jaren verdisconteerd zitten.

Uit onderzoek van, alweer, Andrew Haldane valt echter ook af te leiden dat beleggers steeds minder oog hebben voor de toekomst.⁵ Beurzen zijn ook zeker geen onfeilbare radar gebleken voor de vooruitzichten van ondernemingen. Waren ze dat wel, dan hadden rationele beleggers en speculanten geen reden om middelen en denkkracht te steken in het opdiepen van informatie waarmee zij de markt te slim af kunnen zijn. Financiële markten moeten imperfect zijn. Om te kunnen functioneren hebben ze ‘ruis’ (‘noise’) nodig – om het populaire begrip te gebruiken dat de onderzoeker van de financiële wereld Fischer Black introduceerde.⁶ In hoeverre weerspiegelen de beurskoersen dan hoe beursgenoteerde ondernemingen er in werkelijkheid voor staan? Black schatte uit de losse pols dat de koersen in financiële markten ‘minstens negentig procent’ van de tijd ‘meer dan de helft en minder dan twee keer de waarde’ vertegenwoordigden. Het kapitalisme kan het hiermee misschien redden, maar voor managers en commissarissen die informatie en richting zoeken is dit een veel te grote onzekerheidsmarge. Soms geeft de beurs zelfs volstrekt verkeerde informatie af. Executive recruiter James M. Citrin publiceerde in de januari-februari 2012-editie van de *Harvard Business Review* over een onderzoek naar koersbewegingen volgend op aankondigingen dat er een nieuwe CEO was benoemd. Wat bleek? Ondernemingen waarvan de koers van het aandeel na de bekendmaking scherp was gedaald, bleken het later veel beter te doen dan ondernemingen waarvan de koers in eerste instan-

tie was gestegen. Nog een ander inzicht over beurskoersen: relatieve koersbewegingen (bijvoorbeeld Coca-Cola ten opzichte van Pepsi) leveren vaak veel meer informatie dan absolute koersbewegingen; de laatste worden doorgaans bepaald door macro-economische factoren en de psychologie van de markt. Financiële

markten, heeft de econoom Paul Samuelson eens gezegd, zijn micro-efficiënt en macro-inefficiënt. Dit verklaart mede waarom topmanagers zich erover beklagen dat de beurzen alleen oog hebben voor de korte termijn, hoewel onderzoekers aanwijzingen vinden dat markten nog steeds ver in de toekomst turen. Met het juiste statistische gereedschap kun je nuttige, rationele signalen oppikken te midden van de ruis in de markt. Maar als je kijkt hoe het aandeel van jouw onderneming het vandaag op de beurs heeft gedaan, of zelfs deze hele maand, dan zie je waarschijnlijk alleen maar hyperactieve chaos. De menselijke natuur is nu eenmaal zo dat we meer oog hebben voor eenvoudige recente signalen dan voor complexe langlopende trends – zeker wanneer we er ook nog eens voor worden betaald om dat te doen, zoals de meeste topmanagers in de afgelopen twintig jaar.

De koersvorming is niet het enige middel waarmee de belegger informatie geeft aan het topmanagement. De belegger kan de topmanager ook gewoon aanspreken. Er zijn veel gevallen bekend van goed geïnformeerde beleggers die het management van bedrijven cruciale informatie, analyse en advies hebben gegeven – van durfkapitalisten bij starters tot Warren Buffett bij de Washington Post Company.⁷ Dit wordt in het huidige marktklimaat echter niet echt gestimuleerd.

‘Regulation Fair Disclosure’,⁸ in 2000 ingevoerd door de SEC, verplicht ondernemingen om belangrijke informatie die zij aan een externe partij verstrekken meteen algemeen bekend te maken. Dit moet er voor zorgen, dat alle beleggers even snel over dezelfde informatie kunnen beschikken. Dit lijkt een goede maatregel, maar ze heeft ook zorgwekkende consequenties. Uit een onderzoek van Armando Gomes, Gary Gorton en Leonardo Madureira bleek, dat het voor kleine ondernemingen en voor complexe ondernemingen na de invoering van ‘Reg FD’ moeilijker is geworden om de aandacht te trekken van beleggingsanalisten en aan kapitaal te komen. Door te eisen dat alle infor-

Institutionele beleggers hebben meestal niet de tijd en motivatie om het management op de voet te volgen

5. Haldane, 2010 en 2011; zie noot 2.

6. Fischer Black, ‘Noise’, *The Journal of Finance*, juli 1986.

7. Warren Buffett nam in 1974 een belang in de Washington Post Co. en was er commissaris van 1974 tot 1986 en opnieuw van 1996 tot 2011 (bron: <http://blogs.rhsmith.umd.edu/davidkass/>, blog d.d. 20.1.2011); noot v. vert.

8. Regelgeving omtrent eerlijke informatieverstrekking door beursgenoteerde bedrijven; noot. v. vert.

matie die wordt verstrekt ook meteen publiekelijk bekend wordt gemaakt, heeft 'Reg FD' het wellicht moeilijker gemaakt voor ondernemingen om nuance en complexiteit te communiceren.

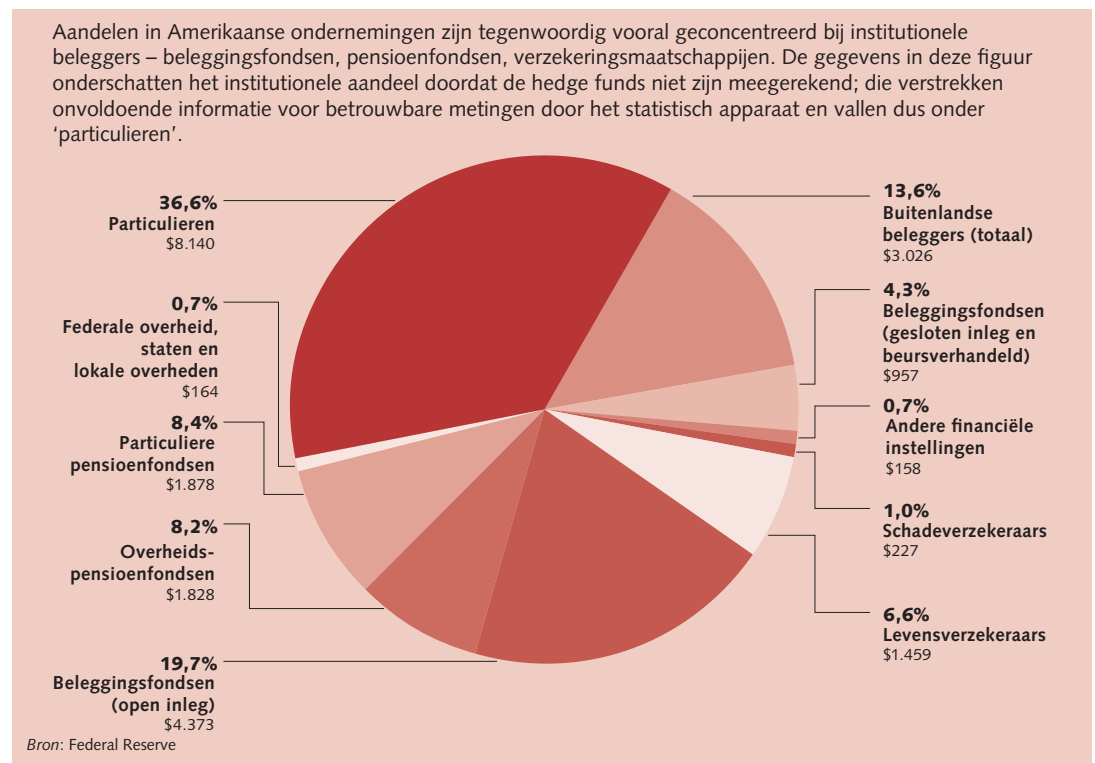
De regel zegt niets over communicatie in omgekeerde richting, van aandeelhouders aan managers. 'Reg FD' ontmoedigt managers echter om met aandeelhouders in gesprek te gaan, en aandeelhouders worden daar nu ook minder toe gestimuleerd. Dit betekent dat de informatiestroom van aandeelhouders naar het management in de praktijk vermoedelijk ook wordt bemoeilijkt door 'Reg FD'. Communicatie tussen managers van beursgenoteerde ondernemingen en beleggers vindt nu in de regel plaats in de *conference calls* die na de bekendmaking van de kwartaalresultaten worden gehouden. Aan dergelijke *calls* nemen zowel beleggers deel als analisten van commissarissenbedrijven en onafhankelijke onderzoeksbureaus. Onze ervaring is, dat de analisten dan de meeste vragen stellen; die zijn nogal oppervlakkig en hebben betrekking op de korte termijn.

Het is waarschijnlijk onmogelijk om terug te keren naar de oude praktijk, waarbij bepaalde analisten en beleggers geprivilegieerde beschikking hadden over bedrijfsinformatie. Overigens hebben sommige beleggers nog steeds een streepje voor op an-

dere: aandeelhouders die meer dan vijf procent van de aandelen bezitten of een zetel hebben in de raad van commissarissen zijn vrijgesteld van 'Reg FD'; zij gelden als 'bedrijfsinterne' partijen en voor hen gelden andere restricties en eisen ten aanzien van openbaarmaking. Het wordt misschien tijd om naar een compromis te zoeken, waarbij beleggers die hun geld voor de lange termijn in een onderneming hebben gestoken, maar formeel geen 'interne' partijen zijn, hun bewegingsvrijheid voor een deel (maar niet helemaal) inruilen voor openhartiger interacties met het management.

Ongeacht eventuele veranderingen in de regelgeving is een meer informele communicatie tussen aandeelhouders met een lange-termijnbenadering en het management sowieso een goed idee. Dergelijke interacties verschaffen het topmanagement nuttige informatie uit de markt. Ze bieden het management de mogelijkheid om relaties op te bouwen met aandeelhouders die kunnen leiden tot een minder antagonistische, effectievere 'governance'. Communicatie tussen commissarissen en aandeelhouders zou ook nuttig zijn; die is er nu zelden. Veel topmanagers lijken te denken dat commissarissen dergelijke contacten niet kan worden toevertrouwd. Als commissarissen echter niet het vertrouwen wordt gegeven om in gesprek te gaan

Figuur 2. Eigendom van Amerikaanse aandelen, ultimo 2011 (in miljard dollar)



met aandeelhouders en hen aan te horen, hoe verwacht men dan dat zij op competente wijze hun bestuurlijke taak uitvoeren? Bijeenkomsten tussen aandeelhouders en commissarissen waar een van ons (Lorsch) bij heeft gezeten, bleken te leiden tot groter vertrouwen en sterkere relaties waar men in tijden van crisis op kan terugvallen.

3. Discipline

Aangestelde managers van bedrijven 'beheren andermans geld', zoals Adam Smith al opmerkte in *The Wealth of Nations*. Van hen kan men niet verwachten dat zij even zorgvuldig op dat geld zullen passen als een partner of een ondernemer in zijn eigen zaak. Dit is de grote vraag geworden in corporate governance: hoe kunnen we de managers zo ver krijgen dat zij hun werk goed doen – en wat houdt dat 'werk goed doen' eigenlijk in?

De moderne interpretatie van dit vraagstuk is voor een groot deel neergelegd in een wetenschappelijk artikel uit 1976 van Michael Jensen en William Meckling, die het omschreven als een conflict tussen wat zij noemden de 'principaal' (aandeelhouder) en de 'agent' (de manager). Als een agent eigenaar is van een bedrijf, dan is er geen sprake van een conflict, aldus Jensen en Meckling. Naarmate zijn eigendomsaandeel echter kleiner is, komt de agent onherroepelijk in de verleiding om dingen te doen die eerder in zijn eigen belang zijn dan in het belang van de principaal. De grote uitdaging voor corporate governance is om de agent ervan te weerhouden profijt te trekken uit de onderneming ten koste van de principaal.

Waarom maakten Jensen en Meckling zich alleen druk over de aandeelhouder als principaal, en niet ook over de medewerkers in een onderneming, haar klanten en de lokale gemeenschap rond de vestiging van de onderneming? 'Omdat je per definitie slechts één ding optimaal kunt proberen te doen,' legde Jensen jaren later uit. 'Doelgericht gedrag vraagt om één enkele objectieve functie die je meet,' zei hij. Als de onderneming slechts naar één enkel doel kan streven, lijkt maximalisering van de waarde voor de aandeelhouder een voor de hand liggende keuze te zijn. Het was niet Jensens persoonlijke voorkeur: hij vond dat een zo hoog mogelijke waarde voor de onderneming ('enterprise value': de som van eigen en vreemd vermogen) het doel hoorde te zijn. Maar omdat aandeelhouders en obligatiehouders vaak verschillende belangen en prioriteiten hebben, werd aandeelhouderswaarde het bondige doel waar managers, wetenschappers en anderen zich naar gingen richten.

Aandeelhouderswaarde is een bijzonder sterk concept; de invloed die ervan uitgaat valt bijna niet te overdrijven. Het is elegant. Het voelt aan als een vanzelfsprekendheid. Er is zelfs ondersteunend bewijs voor te geven: Marianne Bertrand en Sendhil Mullainathan constateerden dat beursgenoteerde ondernemingen met een grootaandeelhouder (iemand met meer dan vijf procent van het uitstaande aandelenkapitaal) die niet de CEO is beter worden bestuurd, hun topmanagers rationeler belonen en betere resultaten behalen dan ondernemingen die niet zo'n 'principaal' hebben die een oogje in het zeil houdt. Wat moet er echter worden gedaan als zo'n 'principaal' er niet is? Hoe kunnen managers in toom worden gehouden bij een breed gespreid aandelenbezit?

De aandeelhouder heeft maar twee 'wapens' waarmee hij zijn invloed kan doen gelden: zijn belang verkopen en stemmen in de aandeelhoudersvergadering. Dit zijn echter geen bijster effectieve middelen. In theorie kan het management de wacht worden aangezegd door de aandelen te verkopen, omdat dan in principe de koers van het aandeel daalt. Het is echter bijna onmogelijk voor één enkele aandeelhouder, zelfs een grote, om op deze manier merkbaar effect te hebben. Bovendien zijn enkele van de grootste beleggers indexfondsen; die kunnen niet eens een aandeel van de hand doen omdat ze alle aandelen in de betreffende beursindex in portefeuille moeten hebben. En verder zit er, zoals al eerder opgemerkt, in het algemeen veel ruis in de koersvorming; koersen zijn grillige, onberekenbare boodschappers.

Blijft over het stemrecht in de aandeelhoudersvergadering, waar ook de nodige nadelen aan kleven. Het grootste nadeel is vooral dat veel beleggers tegenwoordig hun stukken niet lang aanhouden, en kortstondige aandeelhouders zijn niet zo goed in het disciplineren en sturen van managers. In een onderzoek van José Miguel Gaspar, Massimo Massa en Pedro Matos is gekeken naar ondernemingen met een hoog percentage snel in- en uitstappende aandeelhouders. De onderzoekers constateerden dat deze ondernemingen bij een fusie lager werden gewaardeerd, zelf te veel betaalden voor hun overnames en in het algemeen slechter presteerden dan de markt.

Een ander probleem bij het stemrecht als beïnvloedingsmiddel is dat grote institutionele beleggers, die het leeuwendeel van de aandelen bezitten, meestal zeer breed gespreide portefeuilles aanhouden. Met aandelen van honderden of zelfs duizenden bedrijven in portefeuille is het lastig om het

bestuur en de resultaten van de afzonderlijke bedrijven waar men aandelen in heeft op de voet te volgen. De meeste professionele vermogensbeheerders laten zich daarom tegenwoordig door tussenpersonen vertellen hoe zij moeten stemmen; marktleider is Institutional Shareholder Services (ISS). Dat is al beter dan niet stemmen, wat de meeste particuliere beleggers doen, maar het gaat ook in dit geval om een gestandaardiseerd en meestal oppervlakkig toezicht. ISS concentreert zich op een handjevol aspecten van bestuur waarover in het openbaar wordt gerapporteerd, en er is tot nog toe geen bewijs dat deze factoren correleren met effectiviteit van bestuur of met goede bedrijfsresultaten.

Sommige beleggers laten het niet bij 'een paar vinkjes zetten'. Het ambtenarenpensioenfonds van Californië CalPERS (California Public Employees' Retirement System) kiest bepaalde ondernemingen uit zijn portefeuille waarvan het de resultaten en corporate governance-praktijk onder de maat vindt. Vervolgens communiceert het fonds achter de schermen en in het openbaar met de commissarissen en managers van die ondernemingen. Hierdoor hoopt CalPERS hen te bewegen om hun bestuur en strategie aan te passen. Heeft dit effect? Aanvankelijk leek in onderzoek een positief 'CalPERS-effect' te worden gemeten in de aandelenkoersen van de ondernemingen waar het pensioenfonds zijn pijlen op had gericht. Maar later verdween dat effect weer.

Nog actiever zijn de paar *hedge funds* die grote posities nemen in ondernemingen die volgens hen onnodig slecht presteren. Vervolgens dringen zij vanuit die positie als grote aandeelhouder bij die ondernemingen aan op veranderingen in de strategie en het managementteam. Deze fondsen lijken er wel in te slagen om de aandelenkoers op de middellange termijn op te krikken. Maar zoals juridisch onderzoeker Lynn Stout terecht heeft opgemerkt: een hogere aandelenkoers betekent niet per definitie dat er ook economische waarde wordt gecreëerd.⁹

Ook al zou de dreiging van een overname en een activistisch *hedge fund* een gezond disciplinerend effect hebben op managers, de kosten van dergelijke initiatieven zijn dermate hoog dat dit altijd uitzonderingen zullen blijven. De meeste institutionele beleggers ontbreekt het simpelweg aan de motivatie en de tijd om het management effectief in het gareel of in de gaten te houden. Beleggers hanteren ook verschillende horizons en hebben verschillende prioriteiten; ze zijn niet noodzakelijk-

kerwijs allemaal op hetzelfde uit. Topmanagers, daarentegen, zijn hoog betaalde, sterk gemotiveerde en bijzonder vaardige professionals in voltijddienst die (zo lang de onderneming niet onder hoogspanning staat) wel weten hoe zij ontevreden aandeelhouders te slim af moeten zijn, of in elk geval een langere adem hebben.

Dit kan niet worden veranderd door aandeelhouders simpelweg meer onderwerpen te geven waarover ze mogen stemmen. Dat kan de situatie zelfs nog verergeren doordat aandeelhouders en managers dan wellicht tegen elkaar worden opgehitst, met als gevolg dat managers zich nog meer als een huurling gaan beschouwen en nog nadrukkelijker hun eigenbelang gaan najagen. Toch is de 'democratie van de aandeelhouders' als concept zo aantrekkelijk, dat bij de meeste veranderingen in corporate governance van de afgelopen jaren de invloed van de aandeelhouders werd verruimd. In de VS is er de al eerder genoemde *Say on pay*-regel die werd ingevoerd in het kader van de financiële hervormingswet Dodd-Frank van 2010. Deze regel verplicht ondernemingen zoals gezegd om de aandeelhouders minstens eens in de drie jaar te laten stemmen (niet bindend) over de beloning van het topmanagement. Dodd-Frank voorzag ook in 'proxy access'; bepaalde grote aandeelhouders zouden dan hun eigen kandidaten voor het bestuur mogen voordragen. De regel die de SEC hiertoe wilde invoeren, is echter ongeldig verklaard door het Amerikaanse Hooggerechtshof en het is vooralsnog onduidelijk hoe het verder moet met dit voorstel. Activistische aandeelhouders hebben zich vaak met succes sterk gemaakt voor veranderingen in het bestuurlijk regime bij afzonderlijke ondernemingen. Een voorbeeld is een regel dat een nieuw bestuurslid (lees: commissaris; vert.) voortaan moet worden gekozen met een meerderheid van *alle* aandeelhouders, en niet slechts met een meerderheid van de aandeelhouders die deelnemen aan de stemming. Ook zijn sommige ondernemingen ertoe overgegaan om voortaan *alle* commissarissen aan een jaarlijkse herverkiezing te onderwerpen, en niet meer elk jaar slechts enkele zetels vacant te laten vallen. Weer een ander voorbeeld is de afschaffing van de zogeheten 'gifpil' om vijandige overnames tegen te houden.

Dit alles is gedaan vanuit de veronderstelling dat de eigenaren van de onderneming zo meer te zeggen krijgen in 'hun' eigen onderneming. Een aandeelhouder is echter geen volwaardige eigenaar. Een kleine vergelijking ter illustratie: als u een auto

9. Zie ook: Lynn A. Stout, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Berrett-Koehler, 2012.

heeft, bent u aansprakelijk voor de schade bij een ongeluk, zelfs al overtreft die de waarde van de auto. Aandeelhouders kunnen echter alleen maar het geld verliezen dat zij hebben belegd. Zeker kiezen sommige aandeelhouders voor een opstelling die sterk aan die van een eigenaar doet denken. De meesten van hen zijn echter eerder huurders – vaak zelfs zeer tijdelijke huurders. Als je een huis of appartement huurt, heb je recht op wettelijke bescherming, maar je krijgt bijna nooit wat te zeggen over de manier waarop het pand wordt beheerd en of het kan worden ge- of verkocht. Dit zou eigenlijk ook moeten gelden voor kortstondige aandeelhouders.

In de *Say on pay*-regel zit een eerste stap in die richting: alleen diegenen die minstens twee jaar aan een stuk aandelen in een onderneming hebben, mogen stemmen. Wij pleiten voor veranderingen die verder gaan. Eén mogelijkheid die is geopperd, is om een glijdende schaal in te voeren; het stemrecht neemt dan toe naarmate men de aandelen langer bezit. Eenvoudiger zou zijn om het stemrecht onder aandeelhouders voor welke stemming dan ook te beperken tot diegenen die hun aandelen minstens een vol jaar in bezit hebben.

Dergelijke veranderingen zouden meer invloed geven aan de aandeelhouders van wie men mag aannemen dat zij zich het minst van allemaal blind staren op dagkoersen en kwartaalresultaten. Zo zou het korte-termijndenken kunnen worden ingeperkt onder de aandeelhouders die daadwerkelijk invloed kunnen uitoefenen. Door een scheiding aan te brengen tussen aandeelhouders die voor de lange respectievelijk de korte termijn beleggen, zou er ook meer communicatie en vertrouwen kunnen ontstaan tussen de stemhebbende aandeelhouders en de raden van bestuur en commissarissen. De sleutel tot verandering hierbij is om afscheid te nemen van het concept van de aandeelhoudersdemocratie, dat tot zoveel discussie leidt over corporate governance. Laten we meer zeggenschap geven aan die aandeelhouders van wie ook een grotere bijdrage kan worden verwacht.

Vervolgens is er nog de vraag hoe de commissarissen worden benoemd. De 'proxy access'-regel waar het Amerikaanse Hoogerechtshof een stokje voor heeft gestoken was een poging om het gemakkelijker te maken voor aandeelhouders om meer dan één kandidaat per vacante zetel voor te dragen. In de vorm die men in gedachten had, zou de regel echter vermoedelijk alleen zijn toegepast in situaties waarin een onderneming al in grote problemen verkeerde. Er kleefde bovendien nog een ander,

belangrijker risico aan: als meer dan één kandidaat voor een vacature vaste praktijk werd, zou dat veel kundige mensen wel eens kunnen ontmoedigen om zich kandidaat te stellen. Er zijn niet zoveel zakenlieden die graag meedoen aan een verkiezingscampagne met een onzekere uitslag. Ook is er niet zo veel bewijs voor, dat de kwaliteit van bestuur verbetert als er meer buitenstaanders bij komen. In de meeste studies naar het effect van de samenstelling van de *board* is helemaal geen effect gemeten, terwijl een grote minderheid van de studies juist een correlatie te zien geeft tussen meer *insiders* en betere resultaten.

De kwaliteit van bestuur zal eerder kunnen worden verbeterd wanneer aandeelhouders op de een of andere manier worden gestimuleerd om een inbreng te leveren zonder dat daarmee meteen een vijandige sfeer en conflicten met het bestuur ontstaan. Grote aandeelhouders zouden bijvoorbeeld kandidaten voor een post als commissaris kunnen voordragen – informeel of via een adviesgroep of vertegenwoordigers namens de aandeelhouders. In Zweden doen ze zoiets al; daar draagt een commissie namens de grootste aandeelhouders kandidaten voor.

Volgende stappen

In de jaren zeventig kampten de grote Amerikaanse ondernemingen met zelfgenoegzaamheid. Managers beschouwden zichzelf als de beheerders van belangrijke instellingen en wilden ondanks wijzigende concurrentieverhoudingen van geen verandering weten. Aandeelhouders werden ongeduldig en wetenschappers ontwikkelden methoden waarmee zelfzuchtige managers wellicht in het gareel konden worden gehouden. Wat volgde was een opstand die managers ertoe aanzette om meer risico te gaan nemen en meer verandering aan te durven. Het is aandeelhouders echter niet of nauwelijks gelukt om de agressievere manager, die als gevolg van die opstand het toneel betrad, onder de duim te houden. Hoe zouden ze ook? Met uitzondering van een crisis (meestal de enige gelegenheid waarbij aandeelhouders erin slagen om een meerderheid te formeren tegen het management) is een conflict tussen aandeelhouders en managers een ongelijke strijd die aandeelhouders bijna niet kunnen winnen.

**Bij breed gespreid
aandelenbezit kunnen
aandeelhouders het
management alleen bijsturen
door hun aandelen te
verkopen of te stemmen**

Door te veel aandacht te besteden aan wat aandeelhouders *zeggen* dat zij willen, kunnen we het zelfs nog erger maken voor hen. Er zijn steeds meer aanwijzingen dat de ondernemingen die bij uitstek over langere tijd maximale waarde creëren voor de aandeelhouder niet alleen kijken naar de aandeelhouderswaarde, maar ook naar andere doelen.¹⁰ Medewerkers en klanten weten vaak veel meer over een onderneming dan aandeelhouders en voelen zich er ook veel meer en langduriger bij betrokken. Traditie, ethiek en beroepsnormen zijn vaak veel effectievere remmen op gedrag dan beloningsprikels. Wij zeggen hier niet dat managers en commissarissen het altijd beter weten. Wij zeggen alleen maar, dat een breed gespreide groep van aandeelhouders met een korte beleggingshorizon het vermoedelijk *niet* beter weet – en dat een systeem van governance dat uitgerekend op die korte-termijnbeleggers vertrouwt om de onderneming op het juiste pad te houden gedoemd is te falen. De hervormingen in bestuur en beloning van het topmanagement van de afgelopen decennia heb-

ben allerlei onbedoelde en onwenselijke gevolgen gehad. Daarom staan wij niet bepaald te springen om een of andere grote hervorming voor te stellen. We denken echter wel dat het nu prioriteit zou verdienen om een voorkeurspositie in te ruimen voor aandeelhouders die zich voor langere tijd aan de onderneming verbinden. Dan kan een nauwere en productievere relatie worden opgebouwd tussen aandeelhouders, managers en commissarissen. En ook zouden er rollen moeten worden gevonden voor de andere acteurs in het toneelstuk van de onderneming – de commissarissen, klanten, medewerkers, verschafters van vreemd vermogen, nonprofit-groepen – zodat ook zij voor een deel de taak op zich kunnen nemen om de onderneming te voorzien van geld, informatie en, vooral, discipline. Dit is 'stakeholder'-kapitalisme – niet ingegeven door een of ander dromerig idealisme, maar in het nuchtere besef dat de aandeelhouders van tegenwoordig niet echt in staat zijn om het aandeelhouderskapitalisme naar behoren te laten functioneren. ■

Translated and reprinted by permission of Harvard Business Review. This article was originally published under the English title 'What good are shareholders?', by Justin Fox and Jay W. Lorsch, in the July-August 2012 issue of the Harvard Business Review, vol. 90, issue 7/8, pp. 49-57. © 2012 Harvard Business School Publishing Corp. (Distributed by The New York Times Syndicate); all rights reserved. This translation, © 2012 Harvard Business School Publishing Corp. (Distributed by The New York Times Syndicate). Vertaling: Raymond Gijsen.

10. Zie bijvoorbeeld Rosabeth Moss Kanter, 'How Great Companies Think Differently', *Harvard Business Review*, nov. 2011.