



DE ESSENTIËLE FOUT VAN HET TOPMANAGEMENT

Joseph Bower en Lynn Paine

LEIDERSCHAP

De meeste CEO's en besturen denken dat een zo hoog mogelijke aandeelhouderswaarde de hoogste prioriteit is.

In de herfst van 2014 werd hedgefund-activist Bill Ackman steeds ontevredener over het bestuur van Allergan, waarin hij een belang had. In een brief verweet hij het bestuur van Allergan dat het (zoals hij het formuleerde) niet deed 'waarvoor u 400.000 dollar per jaar betaald krijgt en wat u moet doen uit naam van de eigenaren van de onderneming'. Het bestuur van Allergan wilde toen namelijk niet in onderhandeling treden met Valeant Pharmaceuticals, dat een overnamebod had uitgebracht op Allergan. Ackman had zelf de hand gehad in dat bod; het was een niet eerder vertoond pact tussen een hedgefund en een mogelijk overnemende partij. In presentaties ter ondersteuning van de overname prees Ackman de aandeelhoudersvriendelijke kapitaalallocatie bij Valeant, de op aandeelhouders afgestemde beloning voor het topmanagement van het bedrijf en de keuze van Valeant om in de productontwikkeling het riskante prille onderzoekstadium te mijden. Als Allergan ook dat soort keuzen maakte, aldus Ackman tegen analisten, zou de onderneming veel waarde kunnen creëren voor haar aandeelhouders. Het plan van Valeant om het onderzoeksbudget bij Allergan met negentig procent te korten

noemde hij een 'kans'. De CEO van Valeant, Mike Pearson, verzekerde analisten dat Valeant alleen maar keek naar de waarde voor de aandeelhouder.

Het is een treffend voorbeeld van de inmiddels dominante kijk in de financiële wereld en een groot deel van het bedrijfsleven op bestuur en management van ondernemingen. Volgens die opvatting moet het management eerst en vooral toewerken naar een zo hoog mogelijke waarde voor de aandeelhouder. Deze centrale veronderstelling raakt allerlei aspecten – van prestatiesturing en de beloning van het topmanagement tot de rechten van aandeelhouders, de rol van bestuurders en de verantwoordelijkheid van een onderneming. Het is een opvatting die niet alleen wordt gehuldigd door een hedgefund-activist als Ackman. Institutionele beleggers zijn dezelfde mening toegedaan, net als veel besturen, managers, juristen, wetenschappers en zelfs sommige regelgevers en wetgevers. De elementaire uitgangspunten van deze opvatting worden tegenwoordig zelfs beschouwd als een model voor 'goed bestuur' en het soort actief aandeelhouderschap dat Ackman vertoonde bij Allergan.

De gedachte dat het management – daartoe aangemoedigd door het bestuur – vooral zou moeten streven naar een zo hoog mogelijke aandeelhouderswaarde, is echter van betrekkelijk recente datum. Die vloeit namelijk voort uit de zogeheten ‘agency theory’ die in de jaren zeventig werd ontwikkeld door wetenschappelijke economen. Volgens die theorie zijn de aandeelhouders de eigenaren van de onderneming. Dat geeft hun de uiteindelijke zeggenschap over de bedrijfsvoering en het recht om te eisen dat de activiteiten worden aangestuurd zoals zij willen.

Het lijkt een open deur om de aandeelhouders te beschouwen als de eigenaren van de onderneming. Bij nadere beschouwing blijkt dat juridisch echter toch niet zo klip en klaar te zijn. En misschien nog wel belangrijker: aan deze notie kleeft een groot probleem ten aanzien van de verantwoording. Immers, de aandeelhouder heeft geen wettelijke plicht om de onderneming waarin hij aandelen heeft te beschermen of te dienen. De aandeelhouder wordt bovendien zelf beschermd door de doctrine van beperkte aansprakelijkheid; hij kan niet wettelijk aansprakelijk worden gehouden voor de schulden en misdrijven van de onderneming waarin hij een belang heeft. Ook kan de aandeelhouder meestal ongelimiteerd aandelen kopen en verkopen en hoeft hij zich alleen maar in bepaalde gevallen bekend te maken. Verder kan de aandeelhouder zowel fysiek als psychisch ver af staan van de activiteiten van de onderneming waarin hij investeert. Kortom, de aandeelhouders van een beursgenoteerde onderneming hebben nauwelijks aanleiding om zich te verdiepen in de gevolgen – voor de onderneming, andere partijen of de samenleving als geheel – van de maatregelen die zij bepleiten en waarvoor zij ook niet de verantwoordelijkheid dragen. In de ‘agency theory’ moet nog steeds een oplossing worden gevonden voor het aansprakelijkheidsvacuüm dat voortvloeit uit de essentiële premisse in deze theorie – die volgens ons niet klopt – dat de aandeelhouders de eigenaren zijn van de onderneming.

Dat vacuüm heeft zorgwekkende gevolgen. Wij vrezen dat ondernemingen worden verzwakt door een bestuur en management gebaseerd op het ‘agency’-denken. Indien deze opvatting nog meer school maakt, kan dit schadelijk zijn voor de hele economie. Wij zijn vooral bezorgd over de gevolgen voor de strategievorming en de verdeling van middelen. Het ‘agency’-model heeft in de afgelopen decennia gediend als een rechtvaardiging

voor allerlei veranderingen in de praktijk van bestuur en management. Per saldo is door die veranderingen de macht en invloed van bepaalde soorten aandeelhouders versterkt ten opzichte van andere aandeelhouders. Ook zijn de eisen van de aandeelhouders in het algemeen versterkt ten opzichte van andere belanghebbenden. De verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van de aandeelhouders die deze macht uitoefenen zijn echter niet aangescherpt. Hierdoor staan managers onder steeds grotere druk. Zij worden geacht steeds sneller beter voorstelbare resultaten te leveren en zich te onthouden van investeringen in nieuw aanbod dat een antwoord kan bieden op toekomstige behoeften of grote maatschappelijke problemen.

Laat er geen misverstand over bestaan: wij geloven in het kapitalisme. Wij vinden een breed gespreide deelname in de economie door middel van aandelenbezit in beursgenoteerde ondernemingen belangrijk voor de cohesie in de samenleving. Wij vinden ook dat het belangrijk is dat aandeelhouders goed worden beschermd. Een gezonde economie vereist echter een juiste kijk op de rol die aandeelhouders dienen te spelen. De centrale positie van de aandeelhouders in het ‘agency’-model is een extreem standpunt. Het is gebaseerd op verkeerde veronderstellingen, gaat juridisch mank en is schadelijk in de praktijk. In een beter model zou niet alleen worden onderkend dat de aandeelhouder een belangrijke rol speelt, maar ook dat de onderneming een onafhankelijke entiteit is met een aantal verschillende redenen van bestaan en het juridische recht om voort te bestaan. Ook zouden in een beter model de wettelijke principes worden erkend volgens welke bestuurders en managers plichten hebben tegenover zowel de onderneming als de aandeelhouder. Kortom, in een beter model zou de onderneming meer centraal staan.

Voordat we naar een mogelijk alternatief gaan kijken, verdiepen we ons eerst wat meer in het bestuurlijk model gebaseerd op het ‘agency’-denken.

DE BASIS VAN HET MODEL

De ideeën die ten grondslag liggen aan het bestuurlijk model volgens het ‘agency’-denken zijn te vinden in het bekende artikel dat Milton Friedman in 1970 publiceerde in het *New York Times Magazine* en waarin hij zich keerde

tegen de notie als zou een onderneming een ‘maatschappelijke verantwoordelijkheid’ dragen. Dat was een socialistische doctrine, aldus Friedman. Voor hem was het een gegeven dat de aandeelhouders de eigenaren zijn van de onderneming: ‘de manager is de agent van degenen die de onderneming bezitten’, schreef hij. Verder stelde hij dat de manager eerst en vooral ‘de taak heeft om het bedrijf te leiden conform de wensen [van de eigenaren]’. Volgens Friedman was het management als ‘een agent die de belangen van zijn principaal dient’.

Deze ideeën werden in 1976 verder uitgewerkt door Michael Jensen en William Meckling in hun artikel ‘Theory of the Firm’ dat zij publiceerden in het *Journal of Financial Economics*. In dat artikel werden de fundamentele uitgangspunten van de theorie geformuleerd:

- De aandeelhouders bezitten de onderneming en zijn de ‘principalen’ met het oorspronkelijke gezag om de bedrijfsvoering en zaken van de onderneming te bepalen.
- Managers zijn een [laag van] besluitvorming die door de aandeelhouders van de onderneming is gedelegeerd, en zij zijn daarmee de ‘agenten’ van de aandeelhouders.
- Als agenten van de aandeelhouders zijn managers verplicht om de onderneming te leiden in overeenstemming met de wensen van de aandeelhouders.
- De aandeelhouders willen dat het bedrijf wordt geleid op een manier die hun een zo hoog mogelijk economisch rendement biedt. (In het artikel wordt voortdurend impliciet verondersteld dat de aandeelhouders dit unaniem van mening zijn.)

Jensen & Meckling gaan niet in op de wensen van de aandeelhouders met betrekking tot de ethische normen die managers zouden moeten aanhouden bij de bedrijfsvoering. Friedman biedt wat dit betreft echter twee opvattingen in zijn voornoemde artikel. Allereerst schrijft hij dat de aandeelhouder in de regel wil dat de manager ‘zoveel mogelijk geld verdient als wordt toegestaan door de fundamentele regels van de samenleving, zowel de formele wettelijke regels als de ethische normen’. La-

ter zegt hij dat de aandeelhouder simpelweg wil dat de manager middelen inzet en winst nastreeft door ‘zonder misleiding of bedrog deel te nemen aan de open en vrije concurrentie’. Jensen & Meckling zijn het met Friedman

eens dat de onderneming zich dient in te laten met ‘maatschappelijk verantwoorde handelingen’.

Sindsdien is het wetenschappelijk onderzoek naar ‘agency theory’ vooral gericht geweest op de plicht van de manager om te streven naar een zo hoog mogelijk rendement voor de aandeelhouder, en dit vooral door hun belangen op één lijn te stellen met die van de aandeelhouders. Deze ideeën zijn verder ontwikkeld tot een organisatietheorie waarbij de manager het belang van de aandeelhouder in de hele onderneming kan (en dient

te) behartigen door zeggenschap op de juiste manier te delegeren en voor passende prestatieprikkels te zorgen. Ook is de mening ontstaan dat de het bestuur, de *board of directors*, fungeert als organisatorisch mechanisme voor de beheersing van de zogeheten ‘agency’-kosten – ofwel de kosten die de aandeelhouder maakt wanneer hij gezag delegeert aan de manager. Vandaar de notie dat het bestuur vooral de rol heeft (of zou moeten hebben) om toezicht uit te oefenen op het management, en dat het de beloning van het topmanagement zodanig dient in te richten dat de belangen van het management in het verlengde liggen van die van de aandeelhouder.

DE TEKORTKOMINGEN VAN HET MODEL

Laten we nu eens kijken waar het mis gaat met deze ideeën.

1. ‘Agency’-theorie’ is in strijd met het ondernemingsrecht: de aandeelhouder heeft wettelijk niet de rechten van de ‘eigenaar’ van de onderneming en de manager is niet de ‘agent’ van de aandeelhouder.

Zoals ook andere academici en waarnemers hebben opgemerkt, is de notie als zou de aandeelhouder de eigenaar zijn van de onderneming minstens verwarrend en in het slechtste geval onjuist. Juridisch gezien is de aandeelhou-

HET ACTIVISME VAN DE HEDGEFUNDS ILLUSTREREET ENKELE VAN DE RISICO'S DIE ONTSTAAN WANNEER TE VEEL MACHT WORDT GEGUND AAN 'EIGENAREN' DIE GEEN ENKELE VERANTWOORDING HOEVEN AF TE LEGGEN

der de begunstigde van de activiteiten van de onderneming, maar heeft hij geen zeggenschap op een deel van het bezit. Evenmin mag hij het terrein van de onderneming betreden of bezittingen van de onderneming gebruiken. Wat de aandeelhouder wel bezit, zijn de aandelen die hij heeft. Dat bezit verleent hem een aantal rechten en voorrechten. De aandeelhouder mag bijvoorbeeld zijn aandelen verkopen. Ook mag hij stemmen over bepaalde zaken, zoals de aanstelling van bestuurders (commissarissen), wijzigingen in de statuten en de verkoop van een belangrijk deel van de bezittingen van de onderneming.

Volgens de wet in de Amerikaanse staat Delaware – waar meer dan de helft van de *Fortune 500*-ondernemingen hun juridische zetel hebben en die een referentiepunt vormt voor ondernemingsrecht – is het recht om de bedrijfsactiviteiten en zaken van de onderneming te beheren neergelegd bij een *board of directors* gekozen door de aandeelhouders; deze board delegeert dat gezag aan het management.

In dit juridische kader zijn managers en bestuurders eerder vertrouwenspersonen dan agenten, niet alleen voor de aandeelhouders maar ook voor de onderneming. Dat is een belangrijk verschil. Een agent is verplicht de wensen van de principaal uit te voeren. Een vertrouwenspersoon heeft de plicht namens de begunstigde in kwestie een onafhankelijk oordeel te vellen. Anders gezegd: een agent voert bevelen uit, een vertrouwenspersoon wordt geacht naar eigen inzicht te handelen. Bestuurders hebben een fiduciaire plicht om te handelen in het belang van de onderneming. Dat is heel iets anders dan blind de wens van de aandeelhouders uit te voeren.

2. *De theorie strookt niet met het dagelijks gebruik: de aandeelhouder is in geen enkele traditionele interpretatie van het woord de 'eigenaar' van de onderneming en heeft ook niet de traditionele prikkels om deze met zorg aan te sturen.*

Deze observatie geldt nog sterker dan toen ze werd gedaan door Adolf Berle en Gardiner Means in hun monumentale onderzoek uit 1932, *The Modern Corporation and Private Property*. Ongeveer zeventig procent van de aandelen in Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen is tegenwoordig in handen van onderlinge beleggingsfondsen,

pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, beleggingsmaatschappijen van overheden en andere institutionele beleggers. Die beleggers beheren die aandelen namens hun begunstigden, zoals huishoudens, gepensioneerden en overheden. Wie de begunstigden zijn, is veelal niet bekend bij de onderneming van wie de beleggingsinstelling de aandelen bezit. De vaklieden die deze beleggingen beheren worden meestal elk kwartaal beoordeeld en

beloond op basis van het rendement dat is behaald op alle beleggingen onder hun beheer. Een gevolg daarvan is dat aandelen veel worden verhandeld, wat ook in de hand wordt gewerkt door flitshandel door speculanten.

Vermogensbeheerders en speculanten handelen op grond van hun verwachtingen omtrent de aandelenkoers op betrekkelijk korte termijn. Aangezien de economie een cyclisch verloop heeft, raken de aandelen van ondernemingen in complete sectoren van tijd tot tijd in en weer uit de gunst. De geregistreerde aandeelhouders kunnen op enig moment stemmen over een kwestie die aan hen wordt voorgelegd. Zij hoeven de onderneming waarin zij aandelen hebben echter niet te kennen en hoeven zich er ook niet om te bekommeren. Omdat zij zich bovendien kunnen indekken of aandelen onmiddellijk kunnen verkopen, staan zij niet bloot aan de gevolgen op langere termijn van de stem die zij uitbrengen. Dat maakt het lastig om hen te beschouwen als de eigenaren van de onderneming in de gebruikelijke zin van het woord.

De anonimiteit van de begunstigde eigenaren van de aandelen verzwakt hun relatie met de ondernemingen waarin zij aandelen bezitten nog verder. Ongeveer 85 procent van de aandelen die in de Verenigde Staten op de beurs worden verhandeld is in handen van instellingen die fungeren als tussenpersonen – de zogeheten 'straatnamen' – voor zichzelf of voor klanten. Van de uiteindelijke eigenaren van die aandelen hebben naar schatting drie op de vier hun tussenpersonen de opdracht gegeven hun identiteit niet bekend te maken aan de onderneming die de aandelen in kwestie heeft uitgegeven.

3. *De theorie is ethisch riskant: de aandeelhouders zijn niet aansprakelijk als eigenaren voor het handelen van de onderneming, noch hebben zij de verantwoordelijkheden die functi-*

GELD UITKEREN AAN DE AANDEELHOUDERS IN PLAATS VAN HET TE INVESTEREN IS GEEN WAARDECREATIE

onarissen en bestuurders hebben om de belangen van de onderneming te behartigen.

De problematische opvatting dat de aandeelhouders de eigenaren zouden zijn van de onderneming wordt nog verergerd doordat nog een ander traditioneel kenmerk van eigendom ontbreekt: verantwoordelijkheid voor hetgeen men bezit en aansprakelijkheid – soms zelfs een wettelijke aansprakelijkheid – voor schade toegebracht aan derden als gevolg van het gebruik van het bezit in kwestie. Aandeelhouders hebben die verantwoordelijkheid niet. De doctrine van beperkte aansprakelijkheid betekent dat zij niet persoonlijk aansprakelijk kunnen worden gesteld voor de schulden van de onderneming noch voor handelingen of omissies waarmee de onderneming schade berokkent aan anderen.

Enkele uitzonderingen daargelaten kunnen aandeelhouders binnen de grenzen van de wetgeving voor de effectenhandel volstrekt in hun eigen belang handelen. Bestuurders worden geacht zich afzijdig te houden wanneer er sprake is van een belangenverstrengeling. Aandeelhouders kunnen echter ongehinderd actief zijn aan beide zijden van een transactie waarin zij een belang hebben. Neem bijvoorbeeld de overnamestrijd tussen Allergan en Valeant. Een bestuurder van Allergan met een aandelenbelang in Valeant zou zich moeten onthouden van stemming over de transactie. Evenmin zou zo'n bestuurder het bod van Valeant openlijk mogen bepleiten. Aandeelhouders van Allergan met een belang in beide ondernemingen zou het echter volkomen vrij staan om naar eigen inzicht aandelen te kopen en te verkopen en te stemmen. Zij zouden geen enkele verplichting hebben om te handelen in het belang van een van de beide ondernemingen. Institutionele beleggers met belangen in duizenden ondernemingen reageren vaak op transacties waarin zij aan beide zijden een aanzienlijk belang hebben.

In een goed geordende economie gaan rechten en verantwoordelijkheden hand in hand. Wanneer aandeelhouders wel het eigendomsrecht hebben maar worden vrijgesteld van verantwoordelijkheden, opent dat de deur naar opportunisme, overmatig risico en misbruik van bedrijfsmiddelen. Het risico is minder zorgwekkend wanneer aandeelhouders niet proberen om belangrijke

beslissingen van de onderneming te beïnvloeden. Maar het is acuut aanwezig wanneer ze dat wel doen. Het probleem is het meest evident wanneer tijdelijke eigenaren van grote pakketten aandelen ingrijpen om veranderingen door te voeren in het bestuur en/of het management of om de financiering te herstructureren – allemaal om de aandelenkoers te doen stijgen om daarna hun belang te verkopen en een volgend doelwit te zoeken zonder zich ooit te hoeven verantwoorden voor de gevolgen van hun ingreep voor de onderneming of andere partijen.

EEN BREDE TOEPASSING VAN HET 'AGENCY'-DENKEN KAN SCHADELIJK ZIJN VOOR DE HELE ECONOMIE

4. *De afstemmingsdoctrine van de theorie verspreidt ethisch risico door de hele onderneming en beperkt het blikveld van het management.*

We zagen al dat indien aandeelhouders niet aansprakelijk worden gesteld, zij veelal geen rekening houden met overwegingen van bredere aard en in de wat verdere toekomst. De vanuit 'agency theory' bepleite afstemming van de belangen van managers met die van aandeelhouders kan dan het blikveld van de hele organisatie beperken. Indien de belangen van opeenvolgende managementlagen op deze manier worden 'afgestemd', kan de onderneming zozeer worden gericht op enkel de belangen van de bestaande aandeelhouders dat ze niet inspeelt op de eisen van klanten of andere belangengroepen. In extreme gevallen kan de onderneming daarin zo ver doorslaan dat ze niet langer goed kan functioneren. De ondergang van Enron maakt duidelijk hoezeer een onderneming hierdoor kan worden aangetast.

De gedachte als zou managen in het belang van de onderneming hetzelfde zijn als managen in het voordeel van de aandelenkoers kan nog het beste worden beschouwd als een theoretisch bedrog vereist in de wiskundige modellen die veel economen graag hanteren. In de praktijk is (of kan) er een groot verschil zijn tussen die twee. Bij Allergan liet het management zijn beleid van groei op lange termijn los om de aandelenkoers naar 180 dollar te tillen. Dat was namelijk het niveau waarop institutionele beleggers bereid waren hun aandelen aan te houden. De prioriteiten van de onderneming veranderden hiermee: er werd gesneden in onderzoek, investeringen werden geschrapt en personeel werd ontslagen.

5. *De (in de theorie) veronderstelde uniformiteit van aandeelhouders strookt niet met de realiteit: aandeelhouders beogen niet allemaal hetzelfde en kunnen niet worden behandeld als één enkele 'eigenaar'.*

'Agency theory' gaat ervan uit dat alle aandeelhouders willen dat de onderneming wordt bestuurd op een manier die hen een zo hoog mogelijk economisch rendement oplevert. Deze simplistische veronderstelling is nuttig voor bepaalde doelen, maar het maskeert belangrijke verschillen. Aandeelhouders verschillen in beleggingsdoelen, de mate waarin ze risico willen nemen en de tijdshorizon. Een pensioenfonds streeft wellicht vooral naar inkomen vandaag en behoud van het kapitaal op de lange termijn. Voor een legaat is het doel wellicht groei op de lange termijn. Jonge beleggers zijn misschien bereid veel meer risico te nemen dan oudere beleggers. Uit de stemmingen in aandeelhoudersvergaderingen blijkt dat aandeelhouders heel verschillend denken over allerlei voorstellen die aan hen worden voorgelegd. Ook over de strategische kansen kunnen ze verschillend denken. In de maanden na het bod van Valeant voerden vertegenwoordigers van Allergan gesprekken met allerlei institutionele beleggers. Volgens Michael Gallagher, de belangrijkste onafhankelijke bestuurder van Allergan, 'liepen de meningen zover uiteen als je je maar kon voorstellen'. Sommige beleggers waren tegen de overname en wilden absoluut geen aandelen in Valeant (het bod was in aandelen en contanten). Andere vonden het een gouden kans en begrepen niet waarom Allergan niet meteen met Valeant in gesprek was gegaan.

HET BESTUURLIJK MODEL OP BASIS VAN HET 'AGENCY'-DENKEN IN DE PRAKTIJK

Ondanks de bovengenoemde problemen heeft 'agency theory' een grote aanhang gekregen. De stellingen ervan hebben een intellectuele rechtvaardiging geboden voor allerlei veranderingen in de praktijk die alles bij elkaar de aandeelhouders veel meer macht hebben gegeven en hebben geleid tot de opkomst van een bestuurlijk en managementmodel dat onverkort de aandeelhouder centraal stelt. Hier volgt een overzicht van slechts enkele van de terreinen waar de invloed van de theorie zich doet gelden:

Beloning van het topmanagement

De ideeën die voortvloeien uit 'agency theory' hebben ertoe bijgedragen dat een grotendeels op contanten gebaseerd systeem heeft plaatsgemaakt voor een systeem waarin aandelen de hoofdrol vervullen. Volgens de voorstanders van deze verandering zouden met een beloning in de vorm van aandelen de belangen van de topmanagers beter aansluiten bij die van de aandeelhouders. Hetzelfde argument werd gebruikt om steun te werven voor een koppeling van de beloning aan de ontwikkeling van de aandelenkoers, alsook voor belastingvoordelen om dergelijke 'loon naar presteren'-regelingen te bevorderen. Het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden nam conform deze redenering in 1992 wetgeving aan waarbij beloning voor het topmanagement boven de één miljoen dollar aftrekbaar werd indien deze beloning 'performance-based' was. Tegenwoordig is ongeveer 62 procent van de beloning van het topmanagement in aandelen; in 1980 was dat 19 procent.

Publicatie van topmanagementbeloning

De definitie van 'prestatie' volgens 'agency theory' en de afstemmingsdoctrine in deze theorie ondersteunen voorstellen van de SEC in 2015 volgens welke ondernemingen in hun jaarverslagen meer informatie moesten geven over de beloning van het topmanagement en het rendement voor de aandeelhouder. Volgens deze voorgestelde regels zouden ondernemingen hun jaarlijkse totale aandeelhoudersrendement (total shareholder return, TSR) gemeten over een langere tijd moeten rapporteren, samen met de jaarlijkse TSR-cijfers voor branche-genoten. Ook zouden ze moeten uitleggen hoe hun TSR samenhangt met hun topmanagementbeloning en zich verhoudt tot de TSR bij branchegenoten.

Rechten van aandeelhouders

De gedachte dat de aandeelhouders eigenaren zijn ligt aan de basis van de tendens om aandeelhouders een grotere stem te geven in de voordracht en verkiezing van bestuurders, en om het eenvoudiger te maken voor hen om een bijzondere aandeelhoudersvergadering bijeen te roepen, schriftelijk te stemmen of een directeur weg te sturen. Gegevens van FactSet en andere bronnen laten zien dat het aantal S&P 500-ondernemingen waar bestuurders met meerderheid van stemmen worden geko-

zen is gestegen van 16 procent in 2006 naar 88 procent in 2015. Het aantal S&P 500-ondernemingen met voorzieningen voor bijzondere vergaderingen steeg van 41 procent in 2002 naar 61 procent in 2015. Het aantal dat aandeelhouders het recht gaf zelf kandidaten voor te dragen voor bestuursposten steeg van nog geen half procent in 2013 naar ongeveer 39 procent medio 2016.

De macht van de board

De 'agency'-redenering heeft ook een impuls gegeven aan pogingen om het systeem van gestaffelde benoemingen van topbestuurders te vervangen door een jaarlijkse verkiezing van alle bestuurders, en eveneens af te rekenen met 'gifpillen' waarmee besturen een verkiezing door de 'eigenaren' over een overnamebod op de onderneming kunnen vertragen of zelfs tegenhouden. Tussen 2002 en 2015 daalde het aantal S&P 500-ondernemingen met gestaffelde besturen van 61 procent naar 10 procent, en het aantal met een vaste 'gifpil' van 60 procent naar 4 procent. (Een onderneming zonder zo'n doorlopende gifpil kan er nog steeds een invoeren in reactie op een onvriendelijk bod; dit deed het bestuur van Allergan in reactie op het bod van Valeant.)

Opstelling van het management

De interpretatie volgens 'agency theory' van de verantwoordelijkheid van het management is op grote schaal toegepast. In 1997 stelde de Business Roundtable in een verklaring dat 'management en bestuur ... vooral een plicht hebben jegens de aandeelhouders van de onderneming' en dat 'het hoofddoel van een onderneming is om economisch rendement voor te brengen voor haar eigenaren'. De verklaring werd uitgegeven in reactie op druk van institutionele beleggers. Hiermee draaide de Roundtable een eerdere stellingname terug, waarin was gesteld dat 'de aandeelhouder ... een goed rendement (moet) krijgen, maar (dat) ook voldoende aandacht moet worden besteed aan de legitieme belangen van andere doelgroepen'. In diverse onderzoeken is uiteengezet op welke manieren managers meer hun oren naar aandeelhouders hebben laten hangen. Uit onderzoek blijkt bijvoorbeeld

dat ondernemingen waar bestuurders met meerderheid (in plaats van pluraliteit) van stemmen worden gekozen, eerder zijn geneigd om door een meerderheid van de aandeelhouders gesteunde voorstellen over te nemen. Eveneens zijn veel chief financial officers bereid om investeringen in projecten die naar verwachting op langere termijn winstgevend zullen zijn, in te trekken indien daarmee de prognoses van analisten voor het volgende kwartaalresultaat kunnen worden waargemaakt. Volgens enquêtes van het Aspen Institute beschouwen veel gediplomeerden van businessschools het als hun allereerste prioriteit om een zo hoog mogelijke waarde te bewerkstelligen voor de aandeelhouder.

Opstelling van de belegger

De ideeën die voortvloeien uit 'agency theory' hebben bijgedragen tot een actievere opstelling van aandeelhouders. Ook legitimeren ze de werkwijze van de hedgefonds, die kapitaal vergaren met de uitdrukkelijke bedoeling een belang te nemen in een onderneming om vervolgens als 'eigenaar' veranderingen doorgevoerd te krijgen die zijn gericht op het creëren van waarde voor de aandeelhouder. Deze beleggers grijpen vaker in en beïnvloeden hoe ondernemingen hun middelen inzetten. Daarmee veranderen zij de strategische context waarin alle ondernemingen en hun besturen besluiten nemen.

Voor iedere afzonderlijke verandering, zoals verkiezing van bestuurders met meerderheid van stemmen, is wel iets te zeggen. Gezamenlijk hebben al deze veranderingen echter geleid tot een omgeving waarin managers onder steeds grotere druk staan om op korte termijn financieel resultaat te laten zien, en besturen worden aangespoord om meer te 'denken zoals de activisten'.

GEVOLGEN VOOR ONDERNEMINGEN

Om de consequenties van een gemiddeld activistisch programma te begrijpen, kunnen we kijken naar een hulpmiddel dat de Boston Consulting Group in de ja-

DE CENTRALE
POSITIE VAN DE
AANDEELHOUDERS
IN HET 'AGENCY'-
MODEL IS GEBASEERD
OP VERKEERDE
VERONDERSTELLINGEN,
GAAT JURIDISCH MANK
EN IS SCHADELIJK IN DE
PRAKTIJK

ren zestig ontwikkelde voor de verdeling van middelen in een onderneming. Aan de hand van dit hulpmiddel, de groei/marktaandeel-matrix, konden managers hun onderneming beschouwen als een verzameling van bedrijfsactiviteiten met uiteenlopende kenmerken. Bij één groep van bedrijven gaat het misschien om uitontwikkelde activiteiten; daar hoeft slechts beperkt in te worden geïnvesteerd om ze nog iets verder te doen groeien en er betrekkelijk kleine verbeteringen in door te voeren. Als deze activiteiten een groot marktaandeel hebben ten opzichte van hun naaste concurrenten, maken ze waarschijnlijk winst en genereren ze een kasstroom. In een andere groep activiteiten gaat het wellicht ook om toonaangevende posities, maar dan in snel groeiende markten; ook deze activiteiten maken winst, maar er moet fors in worden geïnvesteerd om hun marktaandeel te behouden of te verbeteren. Bij een derde groep gaat het om zwakke concurrentieposities in uitontwikkelde markten; in deze groep moet er geld bij om de activiteiten te laten voortbestaan en het is onwaarschijnlijk dat ze zullen groeien of winstgevend worden. Ten slotte is er nog een groep activiteiten in snel groeiende nieuwe markten: deze kunnen de concurrentie in die markten aan en hebben goede vooruitzichten, maar het risico is ook groot.

De bedenkers van deze matrix noemden de vier groepen respectievelijk melkkoeien, sterren, honden en mooie vooruitzichten (*cash cows, stars, dogs, bright prospects*). De segmentering moest ervoor zorgen dat de melkkoeien behouden bleven, dat er voldoende werd geïnvesteerd in de sterren, dat er werd gesnoeid in de honden, en dat een beperkt aantal mooie vooruitzichten werden geselecteerd omdat ze wel eens konden uitgroeien tot sterren. Wanneer een onderneming haar portfolio niet op deze holistische manier beheert, worden de beschikbare middelen evenredig over alle bedrijven in de groep verdeeld op basis van hun afzonderlijke winstprognoses.

De BCG-matrix is op zich een eenvoudig hulpmiddel, maar de toepassing in de praktijk is dat allesbehalve. De melkkoeien moeten gezond blijven, de sterren moet worden ontwikkeld te midden van toenemende concurrentie, de activiteiten met matige vooruitzichten moeten uit het slop worden getrokken of worden afgestoten, en uit de beloften voor de wat verdere toekomst moet een scherpe

selectie worden gemaakt. Daarvoor zijn steeds talentvolle managers nodig die goed met elkaar als team kunnen samenwerken. De verdeling van middelen volgens het handvat van de BCG-matrix is een onophoudelijke uitdaging. De ondernemingen die daarmee raad weten, zullen aanhoudend kunnen groeien en zichzelf steeds weer opnieuw op de kaart zetten.

De groei/marktaandeelmatrix geeft de strategische keuzen weer die managers moeten maken om tot in lengte van dagen waarde te kunnen creëren. Hij kan ook worden gebruikt om te laten zien hoe de aandelenkoers van een onderneming op de korte termijn kan worden opgevoerd. Veronderstel eens dat een onderneming de honden verkoopt, de mooie vooruitzichten niet langer financiert en bij de sterren snijdt in de uitgaven voor marketing en R&D. Met dat recept stijgen de inkomsten fors, en dan stijgt ook de aandelenkoers. Zo'n beleid kan echter funest zijn voor mooie vooruitzichten die metertijd wellicht waren uitgegroeid tot sterren en melkkoeien.

Een concreet voorbeeld van zo'n idee is het voorstel van de activistische belegger Nelson Peltz voor DuPont in 2014: een driejarenplan om het rendement voor de aandeelhouder op te voeren. Peltz stelde voor om de onderneming op te splitsen in drie zelfstandige bedrijven en de centrale onderzoeksfaciliteit op te doeken. Een van de nieuwe bedrijven, 'GrowthCo', zou bestaan uit de activiteiten van DuPont op het gebied van landbouw, voeding en gezondheid respectievelijk industriële biowetenschap. Een ander bedrijf, 'CyclicalCo/CashCo', zou worden samengesteld uit de langzaam groeiende maar grote kasstromen genererende materialen-, veiligheids- en elektronica-activiteiten. Het derde bedrijf, ten slotte, zou bestaan uit het 'performance chemicals'-onderdeel, Chemours, dat DuPont zelf al wilde verzelfstandigen. In termen van de groei/marktaandeel-matrix stelde Peltz in wezen voor om DuPont op te splitsen in een melkkoe, een ster en een hond, en een streep te zetten door een aantal mooie vooruitzichten die zouden kunnen worden ontwikkeld met de innovaties uit het centrale onderzoekscentrum. Peltz stelde ook voor om andere 'buitensporige' kostenposten te schrappen, extra geld te lenen, een voor aandeelhouders gunstiger beleid te voeren met betrekking tot de uitkering van contanten uit CyclicalCo/CashCo, bij GrowthCo prioriteit te geven aan

investerings die een hoog rendement op geïnvesteerd vermogen beloofden, en een voor aandeelhouders gunstigere governance in te voeren, waaronder een nauwer verband tussen de beloning voor het topmanagement en het rendement voor de aandeelhouders. Het plan hield in wezen in, dat DuPont zou worden ontmanteld en van haar toekomst zou worden beroofd in ruil voor de verwachte verdubbeling van de aandelenkoers.

WAARDECREATIE OF WAARDEOVERDRACHT?

De vraag of aandeelhouders ook na de aanvankelijke opleving van de aandelenkoers zullen profiteren van een dergelijk activisme zal vermoedelijk altijd onbeantwoord blijven, want aan die vraag kleven allerlei methodologische problemen. Nu zijn er zeker gevallen waarin activistische aandeelhouders een nuttige rol hebben vervuld door een genoegzaam bestuur wakker te schudden of een veel te lang uitgestelde verandering van strategie of management door te drukken. Veel van wat de activisten 'waardecreatie' noemen, kan echter beter 'waarde-overdracht' worden genoemd. Wanneer contanten worden uitgekeerd aan aandeelhouders in plaats van te worden geïnvesteerd in onderzoek, nieuwe activiteiten of de groei van bestaande activiteiten, dan wordt er geen waarde gecreëerd. Dan wordt er niets gecreëerd. Het geldt dat had kunnen worden geïnvesteerd in toekomstig rendement wordt dan simpelweg uitbetaald aan de aandeelhouders. Er verstrijkt altijd veel tijd voordat zo'n beslissing duidelijk neerslaat in het financiële resultaat. Dat gaat de tijdspanne van de gangbare financiële modellen te boven. De mogelijke schade voor de onderneming en haar toekomstige aandeelhouders, om nog maar te zwijgen van de samenleving als geheel, kan dan gemakkelijk onopgemerkt blijven.

Het duurt vaak heel lang voordat een serieuze onderzoeksactiviteit vruchten afwerpt. Neem bijvoorbeeld de chip voor het jongste model van de iPhone van Apple; daar is acht jaar aan gewerkt. Onderzoek en innovatie

lopen duidelijk groot gevaar wanneer activistische aandeelhouders aansturen op grote kostenbesparingen om zo de koers van het aandeel op te voeren – en vervolgens hun belang weer verkopen voordat de pijnlijke met nieuwe producten opdroogt. Het helpt ook niet dat financiële modellen en de kapitaalmarkten bar slecht zijn in het waarderen van innovatie. Toen Valeant en de beleggingsmaatschappij van Ackman, Pershing Square Capital Management, hun bod op Allergan uitbrachten, steeg de aandelenkoers van Allergan met dertig procent doordat ook andere hedgefonds het aandeel kochten. Sommige beleggingsinstellingen verkochten hun belang om winst te nemen. Al snel werd het management van Allergan onder druk gezet door de overige beleggers om de kasstroom te versnellen en 'winst naar voren te halen'. Om die aandeelhouders vast te houden, sneed Allergan meer dan gepland in de personeelskosten en werd een rem gezet op prille-stadiaonderzoeksprogramma's. Uit wetenschappelijk onderzoek is gebleken dat bij een groot deel van de interventies van hedgefonds de schulden sterk stegen en de investeringen sterk daalden, vooral in onderzoek en ontwikkeling.

De door de activistische aandeelhouders gepretendeerde waardecreatie raakt nog verder uit zicht door aanwijzingen dat het daarbij voor een deel gaat om waarde van andere partijen of de samenleving die wordt overgedragen. Hier is niet veel grondig onderzoek over beschikbaar. Volgens één onderzoek, echter, gaat het bij de buitengewone rendementen gerelateerd aan aankondigingen van acties door hedgefonds deels om waarde van werknemers die wordt overgeheveld naar de aandeelhouders. In dit onderzoek werd geconstateerd dat gedurende drie jaar na

de interventie door het hedgefund het aantal uren van de werknemers daalde en hun loon stagneerde. In andere onderzoeken is geconstateerd dat de winst voor de aandeelhouders voor een deel ten koste ging van de obligatiehouders. In nog weer ander wetenschappelijk onderzoek zijn agressieve regelingen waarbij het management werd beloond op basis van de ontwikkeling van de aandelenkoers in verband gebracht met diverse

BELEGGERS PELTZ
STELDE IN WEZEN
VOOR OM DUPONT
OP TE SPLITSEN
IN EEN 'MELKKOE',
EEN 'STER' EN EEN
'HOND' EN MOOIE
VOORUITZICHTEN TE
SCHRAPPEN

wanpraktijken die schade berokkenden aan de consument en het milieu alsook onregelmatigheden in de boekhouding en de financiële verslaglegging.

Ons zijn geen studies bekend naar het totale effect van acties van hedgefonds op alle belanghebbenden of de samenleving in het algemeen. Het lijkt echter voor de hand te liggen dat het bij profijt voor aandeelhouders soms gewoon gaat om overdracht van publieke middelen. Denk aan een situatie waarin het management de winst verbetert door de fiscale thuishaven van de onderneming te verplaatsten naar een rechtsgebied waar minder belasting wordt geheven – iets waar activisten meestal voor zijn en wat Valeant ook in gedachten had voor Allergan. Evenzo kunnen besparingen op verkennend onderzoek gericht op mogelijke oplossingen voor grote maatschappelijke problemen weliswaar de lopende winstgevendheid van een onderneming verbeteren, maar ten koste van de samenleving en van de verdere vooruitzichten van de onderneming zelf.

Het activisme van de hedgefonds vormt een illustratie van enkele van de risico's die ontstaan wanneer te veel macht wordt gegund aan 'eigenaren' die geen enkele verantwoording hoeven af te leggen. Zoals onze analyse van de uitgangspunten van 'agency theory' laat zien, hebben we te maken met grote ethische risico's met ernstige gevolgen. Toch blijft men in de praktijk de doctrines van de theorie aanhangen. Regelgevers vertalen die doctrines in beleid. Besturen en managers staan onder steeds grotere druk om snel resultaat te laten zien. Juristen verwachten dat de trend om de aandeelhouder meer invloed te geven, zal aanhouden. Wij vinden het een alarmerend vooruitzicht wanneer beursgenoteerde ondernemingen nog nadrukkelijker dan nu al het geval is zouden worden bestuurd volgens een model gebaseerd op het 'agency'-denken. Wanneer het hele bedrijfsleven dit model strikt gaat volgen, zou dat er gemakkelijk toe kunnen leiden dat er nog meer wordt ingezet op het resultaat op korte termijn, dat er minder wordt geïnvesteerd in onderzoek en ontwikkeling en mensen, dat het aantal baanbrekende strategieën en innovatieve businessmodellen afneemt, en dat er nog meer rijkdom toevallt aan geavanceerde beleggers ten koste van gewone beleggers en de samenleving.

IN EEN BETER BESTUURLIJK MODEL ZOU DE ONDERNEMING CENTRALER STAAN

NAAR EEN MODEL WAARIN DE ONDERNEMING CENTRAAL STAAT

Volgens ons zou het bestuurlijke model vooral gericht moeten zijn op de gezondheid van de onderneming, en niet op het rendement voor de aandeelhouder op korte termijn. Een eerste uitgangspunt in zo'n model zou zijn dat een onderneming een onafhankelijke entiteit is met een wettelijk recht op een toekomst. Met de juiste mensen aan het roer, kan een onderneming worden geleid om markt en samenleving langdurig te dienen. 'Agency theory' heeft geen oog voor deze aparte en maatschappelijk waardevolle kenmerken van een onderneming, noch voor de bijbehorende uitdaging om haar met het oog op de lange termijn te besturen, omdat een onderneming volgens deze theorie een 'wettelijke fictie' is. In hun trendsettende artikel uit 1976 stellen Jensen & Meckling dat men niet de 'fout' moet maken naar het doel van een onderneming te vragen of een onderneming een maatschappelijke verantwoordelijkheid toe te dichten. Dergelijke vragen impliceerden volgens hen ten onrechte dat een onderneming een 'individu' was in plaats van enkel een handige wettelijke constructie. Friedman zat ook op die lijn: volgens hem kon de onderneming, als 'kunstmatige' entiteit, geen verantwoordelijkheden hebben.

Natuurlijk is de onderneming (in de zin van een naamloze vennootschap; vert.) een juridische constructie. Dat maakt haar echter nog niet kunstmatig. De onderneming is een door de overheid toegelaten economisch en maatschappelijk organisme waarmee bepaalde doelen kunnen worden bereikt die onhaalbaar zijn met beperktere organisatievormen, zoals een samenwerkingsverband of een familiebedrijf. Het feit dat NV's al bijna

vierhonderd jaar bestaan, maakt wel duidelijk dat ze een maatschappelijk belangrijke rol vervullen. Aanvankelijk stonden de doelen van de onderneming vermeld in de statuten – bijvoorbeeld de aanleg en exploitatie van een kanaal. Uiteindelijk werd het echter een algemene organisatievorm. Dat betekende dat de onderneming (NV) kon worden gebruikt om allerlei, door management en bestuur gestelde, doelen te bereiken. Naarmate ondernemingen groter werden en hun bereik toenam, werden

ze machtiger. De keuzen die het topmanagement van ondernemingen vandaag de dag maakt, kunnen samenlevingen doen veranderen en kunnen van invloed zijn op het leven van miljoenen zo niet miljarden mensen over de hele wereld.

Het model dat wij bepleiten, zou uitdrukkelijk erkennen wat het betekent om deze organisaties langdurig te managen. Het zou rekening houden met de behoeften van alle aandeelhouders, en niet enkel diegenen onder hen die op een gegeven moment het luidruchtigst van zich laten horen. De volgende acht voorstellen vormen samen een volstrekt andere en volgens ons realistischere basis voor corporate governance en de betrokkenheid van aandeelhouders.

1. De onderneming is een complexe organisatie die getalenteerde leiders en managers nodig heeft om doeltreffend te kunnen functioneren

Het succes van een leider wordt eerder bepaald door intrinsieke motivatie, vaardigheden, capaciteiten en karakter dan door een al dan niet aangebrachte koppeling tussen zijn of haar beloning en het rendement voor de aandeelhouders. Als een leider niet is opgewassen voor zijn taak, dan helpt het niet om hem een groter persoonlijk belang toe te kennen bij de prestaties van de onderneming. Integendeel, dat kan de situatie zelfs doen verslechteren. (Het probleem met beloning in aandelen is dat de kunde van de manager dan wordt vermengd met toeval.) De leiding van een onderneming staat voor grote uitdagingen: strategievorming, ontwikkeling van een sterke organisatie, ontwikkelen en motiveren van getalenteerde topmanagers, en de verdeling van middelen over de verschillende bedrijfsactiviteiten met het oog op zowel lopend als toekomstig rendement. Door vooral de financiële prikkel te beschouwen als de sleutel tot doeltreffend leiderschap, kent 'agency theory' minder gewicht toe aan deze uitdagingen en aan het belang de mensen te ontwikkelen die deze uitdagingen aan kunnen.

2. De onderneming kan alleen langdurig floreren als ze kan leren, zich kan aanpassen en zichzelf van tijd tot tijd kan hervormen

In sommige bedrijfstakken moeten ondernemingen zichzelf iedere vijf jaar opnieuw op de kaart zetten om de veranderingen in hun markt, de concurrentieverhoudingen of de technologie bij te houden. Dergelijke veranderingen zijn sowieso al moeilijk. Ze worden echter nog moeilijker gemaakt door de gedachte dat management gewoon betekent dat men individuen scherp omliggende bevoegdheden geeft, heldere doelen oplegt, prikkels voorhoudt om die doelen te bereiken, en vervolgens al dan niet betaalt voor zover die doelen worden behaald. Zo'n benadering veronderstelt een bepaalde voorspelbaarheid, hiërarchie en taakonafhankelijkheid die maar zelden voorkomt in de moderne organisatie. Bij de meeste taken moet er over interne schotten heen worden samengewerkt. Dan kan een bepaalde uitkomst niet zomaar even één op één worden gekoppeld aan de bijdrage van één enkele persoon.

3. Ondernemingen verzorgen allerlei maatschappelijke functies

Een van die functies is om beleggingsmogelijkheden te scheppen en welvaart te genereren. Ondernemingen leveren echter ook goederen en diensten, zorgen voor werkgelegenheid, ontwikkelen technologie, betalen belasting en leveren allerlei andere bijdragen aan de gemeenschappen waarin ze opereren. De keuze om een van deze functies te verheffen tot het 'hogere doel van de onderneming' zegt misschien meer over degene die dit voorstelt dan over de onderneming. Economen die zich laten

inspireren door het 'agency'-denken zijn geneigd om een zo hoog mogelijke aandeelhouderswaarde te beschouwen als de centrale doelstelling van de onderneming. Een marketingdeskundige wil meestal vooral de klant bedienen. Voor een techneut zijn innovatie en een uitstekende productprestatie be-

langrijk. Bezien vanuit maatschappelijk perspectief is het belangrijkste kenmerk van een onderneming wellicht dat ze aanhoudend al deze functies tegelijk uitvoert. Historisch gezien is het oorspronkelijke hoofddoel van een onderneming om economische groei te bevorderen door projecten mogelijk te maken die langdurig grote investeringen vereisen. Dit historische hoofddoel blijkt uit de discussies over beperkte aansprakelijkheid en de statutaire grondslag van ondernemingen.

AAN DE CHIP VOOR HET
JONGSTE MODEL VAN
DE IPHONE VAN APPLE
IS ACHT JAAR GEWERKT

4. Ondernemingen hebben verschillende doelstellingen en verschillende strategieën om ze te bereiken

De doelstelling van de onderneming (in het algemeen) vanuit maatschappelijk oogpunt is niet hetzelfde als de doelstelling van een bepaalde onderneming in de ogen van haar oprichters, managers of bestuur. De doelstellingen en strategieën van afzonderlijke ondernemingen lopen ver uiteen. Dat betekent dat ook hun prestatiecriteria van elkaar zullen verschillen. Bovendien bevinden de strategieën van ondernemingen zich in een bijna permanente overgangstoestand als gevolg van de veranderingen waaraan markten onderhevig zijn. Wanneer het prestatievermogen van ondernemingen vooral wordt gemeten en vergeleken aan de hand van het totale rendement voor de aandeelhouder (TSR), kan dat de interne verdeling van middelen onheus beïnvloeden en de onderneming belemmeren haar strategie tot een succes te maken.

5. Ondernemingen moeten waarde creëren voor allerlei doelgroepen

In een vrije markt kunnen ondernemingen alleen dan succesvol zijn als klanten hun producten willen hebben, medewerkers voor hen willen werken, leveranciers met hen willen samenwerken, beleggers hun aandelen willen kopen en de gemeenschap prijs stelt op hun aanwezigheid. Voor de leiding van een onderneming is het een prioriteit om te bepalen hoe de onderneming al die relaties kan onderhouden en wanneer de belangen van al die verschillende groepen tegen elkaar moeten worden afgewogen. Het besluitvormingsprincipe volgens ‘agency theory’ – dat managers altijd moeten inzetten op zoveel mogelijk waarde voor aandeelhouders – is een doorgeschoten vereenvoudiging van deze uitdaging en leidt uiteindelijk tot stelselmatig tekortschietende investeringen in andere belangrijke relaties.

6. Ondernemingen hebben behoefte aan ethische normen bij het aansturen van hun interacties met al hun doelgroepen, waaronder de aandeelhouders en de samenleving als geheel

Deze normen gaan veel verder dan enkel een verbod op fraude en samenzwering. Ondernemingen moeten deze normen naleven om het vertrouwen te winnen dat ze no-

dig hebben om langdurig effectief te kunnen opereren. De ambivalentie in ‘agency theory’ ten aanzien van normen en waarden voor een onderneming kunnen de deur in een onderneming openzetten voor schadelijke en zelfs criminele handelingen – wat dan weer vraagt om regelgeving waarmee hoge kosten zijn gemoeid en waartegen de aanhangers van ‘agency theory’ zich fel verzetten.

7. Ondernemingen zijn geworteld in een politiek en sociaaleconomisch systeem en zijn voor hun levensvatbaarheid afhankelijk van de gezondheid van dat systeem

Wij hebben ons elders uitgelaten over de schadelijke onverschilligheid van ondernemingen met betrekking tot de externe consequenties van hun activiteiten, consequenties die ook voor die ondernemingen zelf vaak destructief uitpakken. Eveneens hebben wij geconstateerd dat maatschappelijke en systeem-brede uitdagingen zowel problemen als kansen kunnen creëren voor ondernemingen. Eén voorbeeld daarvan is Ecomagination, het bedrijf dat GE opbouwde in reactie op de milieuproblematiek. Of neem China Mobile, dat met zijn strategie

voor communicatiemiddelen voor het platteland de digitale kloof tussen de stedelijke en de plattelandsbevolking in China verkleinde en zichzelf bijna vijf jaar lang een groeimotor verschaft. De stelling volgens ‘agency theory’ dat een onderneming (als juridische fictie) geen maatschappelijke verantwoordelijkheden kan hebben en niets te maken heeft met maatschappelijke problemen (een zaak van de overheid) belemmert het topmanagement om tal van risico’s en kansen te signaleren, laat staan erop in te spelen.

8. De belangen van de onderneming verschillen van die van deze of gene aandeelhouder of doelgroep

Al in 1610 beseften de directeurs van de Verenigde Oost-Indische Compagnie dat aandeelhouders die belegden met een horizon van tien jaar niet graag zouden zien dat de VOC investeerde in langdurige projecten die pas zouden renderen in de tweede van de twee tienjarige perioden waarin de statuten voorzagen. De oplossing, geopperd door een van de bestuurders, was om zich niet

AANDEELHOUDERS BLIJKEN HEEL VERSCHILLEND TE STEMMEN OVER ALLERLEI VOORSTELLEN

te concentreren op de initiële beleggers voor tien jaar, maar de strategische doelen van de compagnie centraal te stellen en dus wel te investeren voor een langere periode teneinde de positie van de compagnie in Azië op peil te houden. De gedachte dat alle aandeelhouders dezelfde belangen zouden hebben en dat die belangen samenvallen met die van de onderneming, vertroebelt het zicht op zulke fundamentele verschillen. Ook biedt het een intellectuele rechtvaardiging voor machtige aandeelhouders die proberen de koers van de onderneming te verleggen zoals het hun uitkomt maar daarbij pretenderen op te komen voor de belangen van alle aandeelhouders.

Onze acht voorstellen onderstrepen de noodzaak van een bestuurlijk model dat recht doet aan de maatschappelijke instelling die een onderneming is, en dat vooral inzet op het aanhoudend prestatievermogen van de onderneming. Ook wijst dit model op het belang van een zwaardere rol voor *boards* (commissarissen; vert.) en een systeem van aansprakelijkheid voor boards en uitvoerende directie dat zich niet beperkt tot verantwoording tegenover de aandeelhouders. In het model volgens deze voorstellen zouden de board en het topmanagement zich wezenlijk verschillend opstellen tegenover fundamentele taken als strategievorming, de verdeling van middelen, prestatiebeoordeling en de betrokkenheid van de aandeelhouders. Managers zouden in dit model bijvoorbeeld worden geacht strategie te ontwikkelen en middelen te verdelen met het oog op de lange termijn.

Het nieuwe model moet nog worden uitgewerkt, maar de conceptuele basis ervan kan worden geschetst. Het model dat wij voorstaan, en waarin de onderneming centraal staat, strookt met het elementaire ondernemingsrecht: het stelt dat een onderneming een onafhankelijke entiteit is; dat het gezag van het management is ontleend aan het bestuur van de onderneming en in laatste instantie aan de wet; en dat managers vertrouwenspersonen zijn (in plaats van agenten) en dus moeten handelen in het belang van de onderneming en haar aandeelhouders (wat niet hetzelfde is als uitvoering geven aan de wensen van aandeelhouders, zelfs niet wan-

neer die wensen worden gedragen door een meerderheid van de aandeelhouders). In dit model wordt onderkend dat aandeelhouders verschillende doelen hebben en dat ondernemingen verschillende rollen vervullen in de samenleving. Wij denken dat dit model beter dan het model op basis van het ‘agency’-denken strookt met de realiteit van het managen van een onderneming voor succes op de lange termijn. Daarmee sluit het beter aan bij de oorsprong van ondernemingen en hun unieke potentie als vehikels om projecten uit te voeren waarvoor grote investeringen voor de lange termijn nodig zijn.

Ook in een bestuurlijk model waarin de onderneming centraal wordt gesteld, moet de onderneming in de loop der tijd een passend rendement voortbrengen gelet op de kapitaalkosten. In dit model kan de onderneming echter

kiezen uit een breder scala van strategische posities en tijdsperioden. Ook kan ze gemakkelijker beleggers met dezelfde doelen aantrekken. Speculanten zullen altijd willen profiteren van schommelingen in de aandelenkoers, maar daarmee hoeven ze nog niet een stempel te drukken op de corporate governance. Nu is het echter zo, dat ‘agency theory’ in combinatie met an-

dere leerstellingen van het moderne economisch denken alle verschillen tussen beleggers heeft uitgevlakt en ons allemaal tot speculanten heeft gemaakt.

Indien ons model werd aangenomen, zouden speculanten minder de kans krijgen zich te verrijken door op de lange termijn gerichte partijen te veranderen in bronnen van tijdelijk hoge winsten en aandelenkoersen. Partijen met ondoorzichtige belangen die aan niets of niemand verantwoording afleggen, zouden niet langer een excuus hebben voor hun aanvallen. Het is zelfs denkbaar dat er een nieuw soort beleggers en vermogensbeheerders opstaan, die uitdrukkelijk met het oog op de lange termijn zouden beleggen. Zij zouden nieuwe waarderingsmodellen kunnen ontwikkelen, waarin met breder vizier wordt gekeken naar de vooruitzichten van een onderneming. Of misschien ontwikkelen zij een waarderingsspecialisme voor de lastig in te schatten innovaties en immateriële zaken – en ook de dure externaliteiten – waarmee vaak geen rekening wordt gehouden in de nu gangbare modellen. Misschien willen zij belangen aanhouden in

IN EEN GOED
GEORDENDE
ECONOMIE GAAN
RECHTEN EN VERANT-
WOORDELIJKHEDEN
HAND IN HAND

ondernemingen die aanhoudend een solide rendement beloven en die hun maatschappelijke verantwoordelijkheid nemen. Misschien ontstaan er adviseurs voor dergelijke beleggers.

We zouden ook meer steun verwachten voor maatregelen die ervoor zorgen dat aandeelhouders meer verantwoording afleggen. Activistische aandeelhouders die aanzienlijke invloed of controle nastreven zouden bijvoorbeeld kunnen worden behandeld als vertrouwenspersonen voor de onderneming. Of ze zouden kunnen worden beperkt in de mogelijkheden om hun aandelen te verkopen of hun beleggingsrisico af te dekken. Regelgevers zouden misschien inzetten op een grotere transparantie ten aanzien van de eigenaren die uiteindelijk de vruchten plukken van de aandelen. Vooral activistische beleggingsfondsen zouden kunnen worden verplicht om bekend te maken wie hun investeerders zijn en aanvullende informatie te verstrekken over het karakter van hun eigen governance. Regelgevers zouden de periode van tien dagen kunnen afschaffen die hedgefonds nu nog mogen wachten voordat ze een aandelenbelang van een zekere omvang melden. Pogingen daartoe zijn tot dusverre gestuit op het verzet van aanhangers van 'agency theory'. Die stellen dat hedgefonds deze periode nodig hebben als stimulans om de kostbare maatregelen te treffen waarmee ze slecht presterende managers kunnen vervangen.

CONCLUSIE

De tijd is gekomen om het 'agency'-model voor corporate governance ter discussie te stellen. Het mantra van de 'maximalisatie' van de aandeelhouderswaarde, dat dit model heeft voortgebracht, leidt ondernemingen en hun leiders af van de innovatie, strategische vernieuwing en toekomstige investeringen die hun aandacht vragen. De geschiedenis leert dat ondernemingen met een verlicht management en zinnige regelgeving de samenleving op een nuttige manier kunnen helpen om zich aan te passen aan doorlopende veranderingen. Dat is echter alleen dan mogelijk, indien bestuurders en managers de ruimte hebben om de onderneming en

SOMS GAAT DE WINST VOOR DE AANDEELHOUDER TEN KOSTE VAN PUBLIEKE MIDDELEN

haar activiteiten te bezien vanuit een breder en meer op de langere termijn gericht perspectief. Zo lang zij rekening moeten houden met de mogelijkheid dat zij kunnen worden overvallen door 'eigenaren' die aan niets of niemand verantwoording

verschuldigd zijn, blijft topmanagers geen andere keus dan zich te concentreren op het hier en nu.

Noten

1. In andere beschrijvingen van de BCG-matrix wordt voor de groep van de *bright prospects* ook wel de benaming *question marks* (vraagtekens) gebruikt; noot vert.

Over de auteurs

J.L. Bower is hoogleraar emeritus aan de Harvard Business School (Donald Kirk David-leerstoel). Hij was een van de auteurs van het HBR-artikel 'Global Capitalism at Risk: What Are You Doing About It' (gepubliceerd in een Nederlandse vertaling in *Holland Management Review* 143, mei-juni 2012) en het boek *Capitalism at Risk: Rethinking the Role of Business*. L.S. Paine bekleedt de naar John G. McLean vernoemde leerstoel in business administration aan Harvard Business School en is medeauteur van het voornoemde boek.

Translated and reprinted by permission of Harvard Business Review. This article was originally published under the English title 'The Error at the Heart of Corporate Leadership', by Joseph L. Bower and Lynn S. Paine, in the May-June 2017 issue of the Harvard Business Review, vol. 95, issue 5-6. © 2017 Harvard Business School Publishing Corp. (Distributed by The New York Times Syndicate); all rights reserved. This translation, © 2017 Harvard Business School Publishing Corp. (Distributed by The New York Times Syndicate). Vertaling: Raymond Gijzen.