

Aan de maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen worden steeds hogere eisen gesteld. Dat is relevant voor hun strategie. Het bestuur heeft de leiding over die strategie, waarbij ook rekening moet worden gehouden met belangen van stakeholders.

Aandeelhouders hebben belangrijke bevoegdheden, die zij in bepaalde gevallen op eigen initiatief kunnen uitoefenen.

Andere stakeholders hebben die bevoegdheden doorgaans niet. Dat strookt niet meer met de hedendaagse maatschappelijke opvattingen.

Samuel Garcia Nelen schetst perspectieven om de governancestructuur van beursvennootschappen te herzien, zodat ruimte wordt gemaakt voor een bredere belangenafweging, met oog voor stakeholders en maatschappelijke belangen.



Samuel Garcia Nelen is advocaat ondernemingsrecht in Amsterdam, waar hij adviseert over transacties met en de corporate governance van (beurs)vennootschappen. Daarnaast is hij onderzoeker aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam, waar hij recentelijk promoveerde op zijn proefschrift *De beursvennootschap, corporate governance en strategie*. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

TIJD VOOR MODERNISERING VAN DE BEURS- VENNOOTSCHAP

Nog niet zo lang geleden werden bestuurders en commissarissen van beursvennootschappen in de praktijk vooral gezien als opdrachtnemers, die tot hoogste doel hadden om zoveel mogelijk aandeelhouderswaarde te creëren. Dat klassieke beeld verandert snel onder invloed van wijzigende maatschappelijke verwachtingen. Veranderende opvattingen over corporate governance zijn niets nieuws. Ook in Nederland heeft het governance-model in de loop der jaren veranderingen ondergaan. Dat komt omdat we steeds net wat anders zijn gaan kijken naar de functie en de rol van beursvennootschappen in onze economie en maatschappij. Sinds halverwege de vorige eeuw hebben economische, sociale en politieke omstandigheden geleid tot de ontwikkeling van het zogenoemde stakeholdermodel. In de jaren na de laatste financiële crisis werd verder afstand genomen van de gerichtheid op aandeelhouderswaarde, dat in verband werd gebracht met het nemen van buiten-

sporige risico's. Door die ontwikkeling werd het stakeholdermodel verstevigd.

In het stakeholdermodel hebben het bestuur en de raad van commissarissen van de beursvennootschap een grote vrijheid om zelfstandig de strategie te bepalen. Die strategie is in de kern niets anders dan een plan om een doel te realiseren. In het ondernemingsrecht noemen we dat doel het 'vennootschappelijk belang'. Dat is nogal een vaag begrip. Het betekent dat de bestuurders en commissarissen zich moeten richten naar het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming en langetermijnwaardecreatie. Daarbij moet niet alleen rekening gehouden worden met aandeelhouders, maar met alle belanghebbenden. Het gaat dan bijvoorbeeld om werknemers, klanten, leveranciers en crediteuren. Steeds vaker gaat het ook om algemene belangen, zoals het milieu, diversiteit, mensenrechten en economische gelijkheid. Stakehol-

★ ★

niet aan de beursvennootschap. In aanvulling hierop dragen aandeelhouders vaak, anders dan de traditionele theorieën doen vermoeden, geen groter risico dan andere stakeholders. Dit komt onder andere omdat professionele beleggers hun aandelenportefeuilles hebben gediversifieerd. Dat geldt met name voor beleggingen via indexfondsen, die niets anders doen dan een bepaalde beursindex volgen. Uit onderzoek blijkt dat eventuele beleggingsrisico's op de lange termijn op die manier vrijwel volledig worden weggenomen, zonder dat daar een lager rendement tegenover staat. Bovendien zien we, ook tijdens de coronacrisis, dat eventuele risico's vaak worden afgewenteld op werknemers, banken of de overheid. Tot slot impliceert het traditionele vennootschapsmodel een duurzame betrokkenheid van aandeelhouders. De gedachte is dan dat de aandeelhoudersvergadering geen besluiten zal nemen die schadelijk zijn voor de vennootschap, want dat is uiteindelijk ook schadelijk voor de aandeelhouders. Maar die gedachte is alleen juist, als de aandeelhouders voor en na uitvoering van dat besluit dezelfde zijn. In de praktijk gaat die gedachte bij de beursvennootschap niet op. Aandeelhouders in beursvennootschappen houden hun aandelen zeer kort, gemiddeld zo'n acht maanden, en zijn niet direct betrokken bij het reilen en zeilen van de onderneming. De meeste aandeelhouders zijn passieve beleggers die het aandeel beschouwen als handelsmiddel en die geen kapitaal verschaffen aan of betrokkenheid hebben bij de beursvennootschap. Daar is ook niks mis mee, maar het is van belang dat passieve beleggers geen traditionele aandeelhoudersrol vervullen en dat actieve beleggers veelal niet op de lange termijn als aandeelhouder betrokken zijn. De gedachte achter de juridische regeling strookt niet langer met de reële wereld.

Het verouderde wettelijke model

De vraag is daarom of het wettelijk model nog wel aansluit bij de verwachtingen van de moderne tijd. Veel belangrijke bevoegdheden liggen bij aandeelhouders en zij kunnen die bevoegdheden in bepaalde gevallen op eigen initiatief uitoefenen. Daarvan kan misbruik worden gemaakt door activistische aandeel-

houders die met name uit zijn op financiële voordelen op de korte termijn. Dat vergroot de kans dat de ondernemingsleiding zich bij belangrijke besluiten in grote mate (en noodgedwongen) zal laten beïnvloeden door de wensen van de aandeelhouders, om te voorkomen dat die aandeelhouders op andere manieren ingrijpen. Als gevolg van dit systeem bestaat het gevaar dat het bestuur, ondanks alle inspanningen op het terrein van corporate governance, onvoldoende kan handelen in het belang van de onderneming en haar stakeholders. Dat is ook logisch, want wie de macht heeft, bepaalt uiteindelijk waar de vennootschap zich op richt. Ook al komt die machtsuitoefening niet altijd in de openbaarheid, hij speelt ook impliciet een rol, want bestuurders willen hun baan behouden. Ook willen zij voorkomen dat er een conflict ontstaat waardoor zij de strategie niet langer kunnen uitvoeren. Ik meen dat mogelijke oplossingen voor deze problematiek kunnen worden gezocht in een wijziging van de bevoegdheidsverdeling. Ik noem twee mogelijke oplossingsrichtingen.

Oplossing 1: negatieve controlebevoegdheden

Een eerste mogelijke oplossingsrichting is het minst complex en vergt de minste aanpassingen. In dit alternatief worden de positieve controlebevoegdheden weggehaald bij de aandeelhoudersvergadering en vervangen door negatieve bevoegdheden. Dat betekent dat aandeelhouders niet op eigen initiatief besluiten kunnen doordrukken, maar dat zij wel goedkeuringsrechten hebben wanneer het bestuur belangrijke besluiten wil uitvoeren. De aandeelhoudersvergadering heeft dan dus nog steeds een machtspositie, maar kan die niet eenzijdig forceren. Het is een compromis-model. Dat maakt deze optie zeer Nederlands, maar bovenal makkelijk aanvaardbaar, want aandeelhouders hebben nog steeds essentiële bevoegdheden en daarmee een noodrem. Er blijft dus ook sprake van stevige *checks and balances*. Het initiatief voor het bepalen van de strategie komt dan (nog meer) bij het bestuur te liggen. Dit bevordert het ondernemerschap en een efficiënte besluitvorming binnen de vennootschap. Dit is nodig, omdat steeds sneller moet worden ingespeeld op ontwikkelingen en innovaties die ondernemingen beïnvloeden. Wanneer een beursven-

nootschap dit combineert met een brede *corporate purpose*, zoals een doelstelling die gericht is op *people, planet and profit*, dan biedt dit ook meer ruimte voor invulling van de maatschappelijke rol van de beursvennootschap. Het creëren van die ruimte zal er in mijn optiek toe leiden dat bestuurders van beursvennootschappen beter in staat worden gesteld om te voldoen aan hun verplichting te handelen in het vennootschapsbelang en rekening te houden met de belangen van stakeholders. Dit faciliteert andere keuzes, in het belang van de onderneming, en met het oog voor gevolgen op de lange termijn, ook voor maatschappij en milieu. Dat past in de tijdsgeest. Een belangrijk effect van het omzetten van positieve bevoegdheden in negatieve bevoegdheden, is dat de rol van aandeelhouders bij vennootschappelijke besluitvorming verschuift van een (mede) initiërend en besluitvormend naar een controlerend (of toezichhoudend) orgaan. Die laatste rol is meer in lijn met de heersende gedachten over corporate governance.

Oplossing 2: nieuwe vennootschapsvorm

De tweede mogelijke oplossingsrichting is complexer. Het idee is dat er een nieuwe rechtsvorm wordt gecreëerd die ook in de wet wordt opgenomen: de participantenvennootschap. Binnen deze nieuwe vennootschapsvorm hebben de stakeholders echt wat te zeggen. Die stakeholders worden ingedeeld in verschillende groepen, en elk van die groepen mag vertegenwoordigers afvaardigen die zitting nemen in een participantenvergadering. Die participantenvergadering krijgt de zeggenschap over bepaalde belangrijke besluiten. De zeggenschap van participanten is afhankelijk van hun bijdrage aan de onderneming, en die zeggenschap kan ook verschillen per type besluit. Wanneer aandeelhouders hun kapitaalbreng hebben terugverdiend, houden zij recht op de uitkering van eventuele winst, maar verliezen zij hun zeggenschap. Hetzelfde geldt voor banken wanneer de schuldfinanciering eenmaal is terugbetaald. Participaties van aandeelhouders zouden ook op de beurs verhandeld kunnen worden. Het is een wat complexer systeem, maar in mijn optiek is hier behoefte aan en kan dit in de praktijk goed werken. En hoewel de invoering van een nieuwe rechtsvorm in de vorm van een participan-

tenvennootschap voorlopig niet waarschijnlijk lijkt, zou daarin snel verandering kunnen komen. De mogelijkheid van een stakeholdervergadering werd recent al genoemd in de consultatie over het nieuwe initiatief 'duurzame corporate governance' van de Europese Commissie. Nederland zou een internationale voortrekkersrol kunnen spelen in de ontwikkeling van een innovatieve rechtsvorm die tegemoetkomt aan de eisen van de moderne tijd.

Herstel het draagvlak bij de beursvennootschap

Waar moet dit alles aan bijdragen? Het vinden van nieuwe governancestructuren is in mijn visie relevant en noodzakelijk om verschillende redenen. Ten eerste komt er zo meer ruimte voor besluitvorming in dienst van bestendig succes van onderneming en langetermijnwaardecreatie, met oog voor belangen van werknemers, klanten, crediteuren en andere stakeholders. Ten tweede beperkt dit de middelen van een kleine groep kwaadwillende activistische aandeelhouders om druk te zetten op beursvennootschappen ten behoeve van kortetermijnrendement. Daardoor wordt het risico op eventuele schadelijke gevolgen voor langetermijninvesteringen beperkt. Dat is in potentie goed voor iedereen, want een langetermijnvisie van ondernemingen kan leiden tot hogere investeringen in onderzoek en ontwikkeling en daarmee tot financiële en andere voordelen op de lange termijn, ook voor investeerders. Kennelijk willen zowel bestuurders als beleggers dat de langetermijnbelangen van een bredere groep betrokkenen worden gediend. De genoemde oplossingen kunnen dit realiseren en ervoor zorgen dat er maatschappelijk (en daarmee politiek) draagvlak blijft bestaan voor de bedrijfswereld. Dat draagvlak lijkt de laatste jaren tanende, nu grote bedrijven het onderwerp zijn van kritiek op punten als beloningsbeleid, diversiteit, belastingmoraal, milieubeleid en de waarborging van mensenrechten. Door beursvennootschappen zodanig in te richten dat zij meer oog hebben voor de maatschappelijke belangen, kunnen zij op de lange termijn bijdragen aan een evenwichtiger verdeling van belangen binnen het economisch systeem.