

Tilburg University

De structuurregeling

Kolnaar, A.H.J.J.

Published in:
Maandschrift Economie

Publication date:
2001

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Kolnaar, A. H. J. J. (2001). De structuurregeling. *Maandschrift Economie*, 65(2), 85-87.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

De structuurregeling

A.H.J. KOLNAAR

In januari bracht de SER een advies uit met betrekking tot de vennootschapsstructuur¹. Het betreft met name de rond 400 bedrijven in ons land die al onder de oude structuurregeling vielen. Het is inmiddels in grote lijnen overgenomen door het kabinet.

De discussie over de vennootschapsstructuur, breder de "corporate governance", is al geruime tijd gaande. In ons land verschenen de twee rapporten van de commissies Peters. De zaken spitsten zich toe op de positie van aandeelhouders en commissarissen. Tevens werd de aandacht gevestigd op de mogelijke rol van de werknemers.

Wat de positie van de aandeelhouder betreft, is vanuit een algemeen economisch gezichtspunt eerst en vooral de functie van de kapitaalmarkt aan de orde. In ons maatschappelijke stelsel van vrije ondernemingsgewijze productie is die functie tweërlei.

In de eerste plaats zorgt de kapitaalmarkt voor financieringsmiddelen. Zij brengt het aanbod en de vraag naar besparingen met het oog op de bedrijfsinvesteringen bij elkaar. Er wordt bovendien geselecteerd. Bedrijven met een beter winstperspectief genieten, bij vergelijkbare risico's, de voorkeur van de belegger. Zo kreeg de kapitaalmarkt als tweede belangrijke functie het mede realiseren van een optimale allocatie in de economie. Zij speelt een cruciale rol bij de verwezenlijking van het algemene sociaal-economische doel van het tegengaan van verspilling, het bereiken van de lijn van uiterste productiemogelijkheden. Ondernemingen die minder presteren worden voor de keuze gesteld: of efficiënter opereren en dan alsnog aan financieringsmiddelen komen, of verdwijnen.

Het kenmerkende van de aandelenmarkt als belangrijk onderdeel van de kapitaalmarkt is dat de financier mede-eigenaar wordt van het bedrijf. Tegelijkertijd aanvaardt de aandeelhouder het grootste risico onder de financiers. Dat eigenaarschap is volgens sommigen echter steeds meer een papieren kwestie. Voor hen is de kern van het structuurdebat daarom de positie van de aandeelhouder. Hij zou een grotere invloed moeten krijgen op het ondernemingsbeleid. Het Angelsaksische model is daarbij al ras het voorbeeld.

Zonder te willen tornen aan de juridische status van het aandeelhouderschap ben ik van de economische betekenis van dit mede-eigenaar zijn niet erg onder de indruk. Om de boven geschetste allocatieve functie goed te vervullen, is het niet nodig dat

¹ SER: Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling. De publieksuitgave van dit advies is ten tijde van het schrijven van dit artikel nog niet verschenen.

de financiers ook een directe invloed krijgen op het bedrijfsbeleid. Het belangrijkste wapen van de financiers is, als op alle markten, het stemmen met de voeten, dat wil zeggen het afzien van een contract met een onderneming omdat er elders betere alternatieven voorhanden zijn. Zo worden ondernemingen die het niet goed doen afgestraft, en daar gaat het om.

Een specifiek kenmerk van deze financiersfunctie is het zo weinig mogelijk gebonden en vooral niet medeverantwoordelijke mede-eigenaar zijn. De belegger wil en moet zijn portefeuille wijzigen als dat maar even dienstig is uit beleggingsoverwegingen. Is trouw een noodzakelijke voorwaarde voor meebesturen, ontrouw is dat voor goed beleggen.

Inderdaad blijkt ook in feite de band tussen de aandeelhouder en de onderneming bij structuurvennootschappen uiterst zwak. Aandelen hebben een hoge omloopsnelheid. De gemiddelde aandeelhouder bindt zich maar enkele weken aan een bepaalde onderneming. Waarom deze vluchtige voorbijganger via institutionele aanpassingen meer *directe invloed* op het bedrijfsbeleid zou moeten krijgen is niet duidelijk. Als hij het met de aandelenmarkt samenhangende grotere risico liever niet loopt, moet hij zijn heil elders zoeken, streven naar een adequate risicospreiding. Aanvaardt hij het aandelenrisico wel, dat zal hij dat doen omdat zijn winstverwachting zo groter is. Die winst zij hem gegund. Op compensatie voor het grotere risico in de vorm van meer invloed zit hij niet te wachten. Om zijn economische functie goed uit te oefenen moet hij goede informatie krijgen. Daarvoor heeft hij in elk geval geen inspraak in en zeker geen medeverantwoordelijkheid voor het bedrijfsbeleid nodig.

Met minstens evenveel recht kan men zeggen dat juist de invloed van de werknemer op het bedrijfsbeleid groter zou moeten worden. Hij bindt zich doorgaans wel en voor een langere tijd aan de onderneming en loopt daarnaast eveneens flinke risico's.

Aan medetoezichthouders die niet tevens voor een enigszins beduidende periode een zekere bestendige medeverantwoordelijkheid willen dragen, heeft naar mijn mening niemand behoefte. De functie van financier, ook als aandeelhouder, verdraagt zich niet met een betekenisvolle directe invloed op het bedrijfsbeleid. Dat zou functieverwarring zijn.

De SER deed er dus verstandig aan, niet al te eenzijdig op de positie van de aandeelhouder te hameren. De kern van het voorstel bevat een andere gang van zaken bij benoeming en ontslag van de commissarissen. Het volstrekt verouderde systeem van coöptatie moet wijken. Terecht. Zoals directieleden, zo moeten commissarissen kunnen worden verwijderd als zij een slecht beleid mee gestalte gaven of onvolledige informatieverstrekking gedoogden. Dat is een logisch voortvloeisel van het medeverantwoordelijk zijn. Zij zitten daar bovendien niet om een eenzijdig belang van aandeelhouders te dienen, maar voor de bewaking van het totale ondernemingsbelang inclusief eerst en vooral de werknemers. Maar als ze verwijderd moeten worden om de gemelde redenen is het de Vergadering van Aandeelhouders die dat recht

toekomt. Vinden sommigen dat de SER wat de positie van de aandeelhouders betreft niet ver genoeg is gegaan, ik ben dus overtuigd van het tegendeel².

Zoals gebruikelijk bij economische debatten zijn er ook rond de onderhavige kwestie de nodige empirische studies gepresenteerd. Zij concentreren zich met name op de vraag of er een afzonderlijke invloed van de organisatie van de bedrijfstop op de bedrijfsresultaten valt waar te nemen. Omdat de invloed van de aandeelhouders in de VS ontegenzeggelijk groter is dan hier, zou de rentabiliteit van de ondernemingen in de VS volgens de voorstanders van de sterke aandeelhouderspositie hoger moeten zijn.

De verschillende empirische studies spreken elkaar echter tegen. Dat is niet verwonderlijk. Belangrijker is dat de studies theoretisch veel te wensen overlaten. Er zijn van land tot land verschillende fundamentele invloeden op de bedrijfsrendementen waarvoor eerst geschoond moet worden alvorens aan analyses van de eventuele betekenis van de bedrijfsstructuur kan worden begonnen. In dit kader moet minimaal gedacht worden aan landelijke verschillen in technisch kunnen en in preferenties, in dit verband vooral de spaarzin. Bij mijn weten is van een dergelijke, noodzakelijke, schoning in geen van de onderzoeken sprake. Dan kan hun bijdrage aan het debat vanzelfsprekend niet groot zijn.

Rectificatie:

Absusievelijk is in Maandschrift Economie no. 1 (februari) in het Conjectuur/structuur-katern bij de bijdrage van de heer Van den Noord als titulatuur vermeld: prof.dr., deze moet zijn dr..

² Een aparte kwestie op de kapitaalmarkt betreft de soms overheersende machtspositie van institutionele beleggers. Maar daaraan verandert aanpassen van de vennootschapsstructuur niets.