

Rondetafelgesprek Langetermijnwaardecreeatie, Tweede Kamer
30 oktober 2019

Em. prof. dr. E.J.J. Schenk MBA
Universiteit Utrecht (e.j.j.schenk@uu.nl)

Tevens commissaris bij Transdev Nederland NV (wnd. pres.-com.), Wehkamp Holding BV; Lacent Bank BV; Zorg van de Zaak Netwerk BV; Skils BV; lid RvA IntegrationPeople BV. Voorheen commissaris bij British American Tobacco NV en SSH Corporatie en lid RvA van Deloitte FAS. Kroonlid SER 2010-2018

“The ignorance of even the best-informed investor about the more remote future is much greater than his knowledge, and he cannot but be influenced to a degree which would seem wildly disproportionate to anyone who really knew the future, and be forced to seek a clue mainly here to trends further ahead. But if this is true of the best-informed, the vast majority of those who are concerned with the buying and selling of securities know almost nothing whatever about what they are doing. They do not possess even the rudiments of what is required for a valid judgement, and are the prey of hopes and fears easily aroused by transient events and as easily dispelled.”

J.M. Keynes (1930) *A Treatise on Money*, Volume II, pp. 360–61

“In the long run we are all dead. Economists set themselves too easy, too useless a task, if in tempestuous seasons they can only tell us, that when the storm is long past, the ocean is flat again.”

J.M. Keynes (1923) *A Tract on Monetary Reform*, p. 80

1. Hoe kunnen wij het beste de kortetermijnvisie van aandeelhouders doen veranderen en hen langetermijnwaardecreeatie voorop doen stellen, conform de wettelijk verankerde corporate governance code? Wat is de rol van meldplichten hierbij? Is de verlaging van de meldplichtgrens voor aandeelhouders een effectieve methode om de langetermijnbelangen van bedrijven beter te beschermen?

1.1 In de economie bestaan geen ‘silver bullets’. Verandering is het resultaat van een veelheid aan soms onbeduidend lijkende, gestuurde dan wel spontaan tot stand gekomen beleidsveranderingen en -aanpassingen, doorgevoerd door zowel ondernemingen zelf als door de politiek. De feitelijke bijdrage van individuele veranderingen is wetenschappelijk nauwelijks vast te stellen, en in ieder geval tot dusver niet stelselmatig en economisch significant vastgesteld, behalve met betrekking tot één verschijnsel (zie 1.4).

1.2. Aandeelhouders en de door hen betaalde bestuurders zijn soms zeker bereid diensten te bewijzen aan ESG-doelstellingen, maar uiteindelijk gaat het om de bijdrage daarvan aan de taxeerbare aandeelhouderswaarde (dan wel winstgevendheid) en, in het verlengde daarvan, aan de vergoeding van bestuurders. Niemand wil als ‘gekke Henkie’ betiteld worden.

1.3. Binnen de grenzen van wat collectief wordt vastgesteld (d.w.z. door ondernemingen gezamenlijk in allerlei gremia dan wel door overheden) begint langzaam maar zeker MVO aan te slaan, maar in kwantitatieve stelt dat nog niet veel voor. Denk daarbij voor ons land aan alomtegenwoordige belastingontwijkingsconstructies, afkalving van de welvaartsstaat, relatieve achteruitgang inkomens van ‘gewone’ werknemers, protesten tegen plannen om tenminste iets te

doen aan de klimaatcrisis. Wereldwijd nemen de investeringen in fossiele energieopwekking nog steeds toe en is de CO₂ uitstoot hoger dan ooit.

1.4. Een van de allerbelangrijkste vernietigers van kapitaal én aandeelhouderswaarde op de lange termijn is bij vlagen onverminderd populair: fusies en overnames (vrijwel alle fusies zijn de facto overnames). Dat is bij economen al net zo lang bekend als de vernietiging van ons klimaat bij milieukundigen, al vijf decennia dus. Maar net als bij het klimaat blijft het treffen van maatregelen decennialang uit, niet omdat de wetenschap niet geloofd wordt, maar omdat het zo moeilijk is om collectieve maatregelen af te spreken (zo dat al niet verboden is op grond van de totaal verouderde mededingingswetgeving). De destructie van aandeelhouderswaarde wordt slechts bestreden door technologische vooruitgang (die we níet primair te danken hebben aan het bedrijfsleven doch aan publieke instellingen als universiteiten en laboratoria, en—vooral in de VS—enorme overheidssubsidies), en door de lasten over te hevelen naar de belastingbetaler (met als ultieme casus de afwikkeling van de speculatiecrisis van 2007-2008).

1.5. Eén belangrijke ingreep die hier tegenin in stelling kan worden gebracht betreft het collectief, lees per wetgeving, invoeren van bedenktijd bij alle fusies en overnames die een bepaalde omvang (te weten systemische omvang) te boven gaan. Zo wordt euforie uit het systeem gehaald, waarmee de belangrijkste veroorzaker van fusies en overnames uitgeschakeld wordt. Tevens wordt het dan voor partijen die munt slaan uit euforie niet langer mogelijk om te speculeren—waarmee een van de allerbelangrijkste speculatieve krachten in onze economie monddood wordt gemaakt. De weinige fusies en overnames die economisch rationeel zijn (dat zijn overnames die leiden tot positieve schaalvoordelen, zoals productiviteitswinst of vergroting van het innovatiepotentieel per geïnvesteerde geldeenheid) zullen op geen enkele manier last ondervinden van een bedenktijd.

1.6. Ofschoon meldplicht een belangrijke bijdrage kan leveren aan ‘naming and shaming’, dus aan herkenbaarheid van verantwoordelijkheid, is op grond van het bovenstaande te beargumenteren dat verlaging van de meldingsdrempel niet de sleutel tot het oplossen van andere problemen kan worden verwacht.

2. Hoe kan de betrokkenheid van (buitenlandse) aandeelhouders bij bedrijven en hun werknemers worden bevorderd?

2.1 Aandeelhouders zijn vooral institutionele beleggers. Zij concurreren met elkaar om

rendement. Vrijwillige bewegingen die relatieve rendementen aantasten komen nauwelijks voor. Ook hier beperkt het ontbreken van collectiviteit de succesansen. Hier en daar leidt ‘engagement’ wel tot ontwikkelingen die hoopgevend zijn, maar alleen al de op zeer beperkte schaal geïntensiveerde pogingen om explosieve inkomensstijgingen aan de top te mitigeren laten zien dat er nog een heel erg lange weg te gaan is. Het introduceren van loyaliteitsaandelen moet weliswaar worden aangemoedigd, maar vooralsnog hebben we hier met de spreekwoordelijke druppel op de gloeiende plaat te maken. Slechts collectieve arrangementen, lees wetgeving, kunnen (resp. kan) hier soelaas bieden.

3. Is er een verschil in de opstelling van verschillende soorten (particuliere en institutionele; nationale en internationale) beleggers, bijvoorbeeld in de mate waarin zij de langetermijnbelangen van het bedrijf en haar medewerkers in ogenschouw nemen?

Particuliere beleggers kunnen niet aangesproken worden op systemische effecten, institutionele beleggers wel. Hoe meer deze laatste beleggers uit het zicht opereren, hoe kleiner de noodzaak zich met andere dan financiële effecten bezig te houden.

4. Welke andere manieren dan meldplichten zijn onderzocht of wat de genodigden betreft wenselijk om tegenwicht te bieden aan de kortetermijnvisie van aandeelhouders?

4.1 “(...) de creatie van waarde (wordt) in de wielen (...) gereden door ‘normale’ fusie- en overname-investeringen. Deze investeringen zijn geregeld zo omvangrijk dat ze economieën kunnen maken of breken. Omdat ze in grote meerderheid mislukken is vooral het laatste actueel: ze leiden tot grootschalige verkwisting van middelen en tot hoge maatschappelijke kosten. Daarom is het noodzakelijk dat bedrijven tegen zichzelf in bescherming worden genomen. Daartoe moeten onder bepaalde voorwaarden beschermingsconstructies worden toegestaan of zelfs aangemoedigd, en moeten voorstellen om bedenktijden in te voeren worden ondersteund—niet alleen voor vijandige overnames maar voor alle overnames die de maatschappij op hoge kosten kunnen jagen, te weten systemisch relevante overnames. Daarnaast is het hoog tijd dat het concentratietoezicht wordt ontdaan van zijn exclusief neoklassieke signatuur door een bedrijfseconomische efficiëntietoets in te voeren voor fusies en overnames om te voorkomen dat deze zich vooral laten inspireren door (...) (speculatiologica). Tevens is het maatschappelijk urgent dat zo een toets wordt aangevuld met een bredere toets op maatschappelijke effecten, in het bijzonder ESG-effecten. Slechts dan ontstaan de mogelijkheden voor grote, veelal beursgenoteerde ondernemingen om zich te focussen op langetermijnwaardecreatie.”

Hans Schenk (2017) Echte waardecreatie vereist meer dan een governance code, in: M. Lückerath-Rovers *et al.* (red.) *Jaarboek Corporate Governance 2017-2018*, Deventer: Wolters Kluwer, pp. 99-110.