

[ftm.nl](https://www.ftm.nl)

Alles voor de aandeelhouder FTM

Ewald Engelen

5-7 minuten

Leve de winstmaximalisatie: twee decennia geleden wilden de 'old boys' van de Nederlandse beursfondsen niets liever. Nu Unilever en Akzo echter met overname worden bedreigd, zijn diezelfde heren er als de kippen bij om de aandeelhouder af te zweren. Met het landsbelang heeft het allemaal maar weinig te maken.

Het is waarschijnlijk een van de meest invloedrijke economische papers ooit. In ieder geval is het kreng ruim 66.000 keer geciteerd. En 121.000 keer gedownload. Ik heb het over *Theory of the Firm* van Jensen en Meckling. Het is een sleuteltekst in het brevier van de aandeelhoudersrevolutie.

Volgens Jensen en Meckling is de beursgenoteerde onderneming een zak met geld. Managers beheren dat geld slechts; de eigenlijke eigenaren zijn de aandeelhouders. Om ervoor te zorgen dat zij een fatsoenlijke beloning krijgen voor het risico dat ze lopen, moet het salaris van de managers afhankelijk worden van de aandelenkoers en de controlemacht bij aandeelhouders liggen.

Maximalisatie van aandeelhouderswaarde — het is al veertig jaar de motor achter de machtsverschuiving in de verhouding tussen kapitaal en arbeid die wetgevers wereldwijd hebben afgedwongen. Eerst in de VS en Engeland, vervolgens op het

Europese continent en in Azië. En dus ook in Nederland.

In de paarse jaren negentig wilden de jongens van het 'old boys'-netwerk maar wat graag overnames plegen

Tot midden jaren negentig zochten Nederlandse beursfondsen onder de zogenaamde '*Dutch discount*'. De aandelenkoers van vergelijkbare bedrijven was hier structureel lager doordat wij het Rijnlandse model omarmden. Dat wil zeggen dat een onderneming niet de wettelijke plicht had om aandeelhouderswaarde te maximaliseren, maar om de continuïteit van de onderneming te waarborgen. Om dat te garanderen hadden werknemers hier veel meer inspraak dan elders gebruikelijk was. Amerikaanse beleggers begrepen er geen snars van en waardeerden Nederlandse bedrijven daarom lager dan hun concurrenten.

Het was de Wijersen, Van der Veers en Groeninks van deze wereld een doorn in het oog. Fusies worden immers betaald door aandelen te ruilen. Hoe minder je eigen aandeel waard is, hoe moeilijker het is om overnames te doen. En in de paarse jaren negentig wilden de jongens van het 'old boys'-netwerk maar wat graag overnames plegen. De bomen groeiden tot in de hemel, de wereld was hun oester, en ondanks hun steenkolen-Engels waanden zij zich de meesters van het universum. En dus lobbyden ze zich een slag in de rondte om de Nederlandse wetgever zo gek te krijgen zich naar het brevier van Jensen en Meckling te voegen.

Zo geschiedde. Het Rijnlandse model werd in twee rondes onttakeld en vervangen door een vrijwillige *corporate governance code* die werd vastgesteld door de oude jongens zelf. In eerste instantie waren de gevolgen zoals bedoeld. Nederlandse multinationals sloegen de vleugels uit en namen de ene na de

andere concurrent over. Dat die overnames niet altijd even gelukkig waren, dat er te veel voor werd betaald en dat ze slecht werden geïntegreerd, zoals bleek bij Stork, ABN Amro en momenteel bij Akzo, mocht de pret niet drukken. Het was eten of gegeten worden. En voorlopig waren Nederlandse multinationals jager, geen prooi. En dus was iedereen blij: werkgevers, werknemers en de politiek. Dat ook de bonussen de pan uitrezen was mooi meegenomen.

De eerste kink in de kabel werd zichtbaar in 2007. Toen kwamen Stork en ABN Amro in het vizier van buitenlandse beleggers. Die hadden hun buik vol van zelfgenoegzame Nederlandse managers en riepen op tot opsplitsing en overname. Paniek in het kippenhok. Groenink zocht steun bij Wellink, die steun zocht bij Balkenende, die de hoorn niet opnam. Een zegen. Als wij — en niet de Britten — hadden moeten opdraaien voor de rotte zakenbank van ABN Amro, waren we twintig miljard euro armer geweest. Het leidde in 2009 tot de eerste aanpassingen in de corporate governance-code.

Nu is het weer zover. ‘Parels’ als Unilever en Akzo worden bedreigd. En opnieuw is er paniek. Dezelfde oude jongens die destijds aandrongen op een aandeelhoudersrevolutie zweren nu trouw aan het Rijnlandse model. Natuurlijk zijn ze hun eerdere geloofsbelijdenis vergeten. Natuurlijk treft het zittende management van Unilever en Akzo geen enkele blaam. En natuurlijk vinden ze gehoor bij de politiek. En dus ligt er nu een gedrocht van een Kamerbrief waarin een matig geleid verffabriekje dat nog geen tien procent van zijn werknemers in Nederland heeft een ‘sleutelbedrijf’ wordt genoemd.

Begrijp me niet verkeerd. Ook ik heb bedenkingen bij het aandeelhoudersmodel. Zoals de Amerikaanse econoom Adolf Berle in 1932 al schreef levert de koper van een bestaand

aandeel geen enkele bijdrage en geeft het dus geen pas hem het laatste woord te geven. Maar dat er nu een hele Kamerbrief uit de schuur wordt gereden om een verffabriek te redden is ronduit bezopen. En zegt veel over de Nederlandse politiek. Burgers kunnen naar de pomp lopen, maar de wil van Wijers en de zijnen wordt weer eens wet. Met landsbelang heeft het weinig te maken, met corpocratie des te meer.

