

Afscheid van aandeelhouderskapitalisme vereist beperking van het rendementsstreven

In de jaren tachtig brak de Verenigde Staten met het stakeholderkapitalisme en koos voor het zogeheten primaat van de aandeelhouder. Onder druk van de samenleving zeggen bedrijven dat ze nu weer afscheid willen nemen van het aandeelhouderskapitalisme. Wat kan Nederland van deze ontwikkelingen leren?

IN HET KORT

- De door *business schools* onderwezen principaal-agent theorie maakte het aandeelhoudersmodel de standaard in Amerika.
- In 2019 verklaarde de Amerikaanse bedrijfselite terug te willen keren naar *stakeholder governance*. Dat blijkt een loze boodschap.
- Echte verandering vereist de juiste prikkels en een nieuw governance-model.

KEES COOLS

Fellow aan het department of public governance van Tilburg University

A aandeelhouderskapitalisme – de ondernemingsbestuurders als zetbazen van de aandeelhouders – zou historisch diep geworteld zijn in het Amerikaanse bedrijfsleven. Dit artikel laat zien dat dat niet juist is. Het huidige aandeelhoudersparadigma heeft pas eind jaren tachtig van de vorige eeuw zijn intrede gedaan in het Amerikaanse bedrijfsleven, dankzij de economische wetenschap en de *business schools*.

Vervolgens is het aandeelhouderskapitalisme ook naar ons land overgewaaid, zowel naar de universiteiten als naar beursgenoteerde ondernemingen (De Jong et al., 2017; Bezemer et al., 2017). Zowel in de VS als in Nederland vindt de laatste tijd een discussie plaats over de terugkeer naar het *echte* stakeholdermodel. De geschiedenis leert ons dat deze terugkeer geen gemakkelijke stap is.

Ontstaan van de corporation

De grootste worsteling na de geboorte van de beursgenoteerde onderneming (*corporation*) was hoe leiding en kapitaal te scheiden. Bij één aandeelhouder is het evident dat hij de eigenaar is van alle activa, contracten kan afsluiten, het terrein mag betreden, mensen kan aannemen en ontslaan, et cetera. Bij een onderneming met 10.000 aandeelhouders is het duidelijk dat zij die rechten niet hebben, en dus geen eigenaren van de onderneming zijn. Maar bij welk aantal aandeelhouders ligt de grens? Deze vraag geeft aan

waar het *juridische* primaat van aandeelhouders in de VS vandaan komt: uit de angst dat het management niet zorgvuldig omspringt met het kapitaal van de aandeelhouders. Tegen die achtergrond deed in 1919 het hooggerechtshof van Michigan in de beroemd geworden zaak van de gebroeders Dodge tegen Ford Motor Company de uitspraak dat “a business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders” (Dodge, 2020).

In tegenstelling tot de huidige discussie waren het juist niet bepaalde belanghebbenden of de publieke opinie die de belangen van de stakeholders voorop zetten, maar het management zelf! Grootaandeelhouder en CEO Henry Ford wilde de prijzen van de T-Ford nog verder verlagen, investeren in nieuwe fabrieken en meer mensen aannemen: “My ambition is to employ still more men, to spread the benefits of this industrial system to the greatest possible number, to help them build up their lives and their homes. To do this we are putting the greatest share of our profits back in the business.” (Dodge, 2020). De kwestie was dat Ford Motor Company de 60 miljoen die ze op de bank had staan niet uit wilde keren, maar wilde investeren in het bedrijf. De gebroeders Dodge daarentegen ontvingen liever dividend om te investeren in hun eigen bedrijf, en om daarmee te concurreren met Ford. Het management van Ford stond aan de kant van de stakeholders, in tegenstelling tot de huidige CEO's in de VS.

Henry Ford was niet de enige, integendeel. In 1929 vertolkte de politiek en zakelijk zeer invloedrijke Owen Young, voorzitter van General Electric van 1922 tot 1939, de doelstelling van een corporation als volgt: “To whom do I owe my obligations? My conception of it is this: that there are three groups of people who have an interest in that institution. One is the group of fifty-odd thousand people who have put their capital in the company, namely, its stockholders. Another is a group of well toward one hundred thousand people who are putting their labor and their lives into the business of the company. The third group is of customers and the general public.” (Dodd, 1932).

Ford en Young waren geen uitzonderingen. In de jaren twintig ontspon zich het zogenaamde *Big debate*, aangevoerd door Adolf Berle als vermeende protagonist van *shareholder primacy* en Merrick Dodd als verdediger van de stakeholder-doelstellingen. Later, in 1954, gaf Berle ruitertlijk toe dat Dodd het maatschappelijke debat gewonnen had (Harrison et al., 2020). Daarbij zij aangetekend dat ook

Berle de maatschappelijke rol van ondernemingen erkende; hij vreesde dat het management de belangen van aandeelhouders zou schaden, ter meerdere eer en rijkdom van zichzelf. Het management dat tegenover de aandeelhouders de belangen van de stakeholders (inclusief die van zichzelf) verdedigde, dus een heel andere dichotomie dan de huidige *management-versus-stakeholders*-discussie.

Omslag door wiskundige economen

Dit bleef het heersende paradigma totdat in 1970 de Chicago-econoom en latere Nobelprijswinnaar Milton Friedman een beroemd geworden artikel in de *New York Times* publiceerde, getiteld *The social responsibility of business is to increase its profits* (Friedman, 1970). Friedman baseerde zijn standpunt op de onjuiste claim dat aandeelhouders de eigenaren van een onderneming zijn: *“the manager is the agent of the individuals who own the corporation”*. Die claim is onjuist omdat, zoals we eerder zagen, in een corporation de aandeelhouders niet de eigenaren van de onderneming zijn. Een aandeelhouder is de eigenaar van een aandeel, niet meer en niet minder. In feite was Friedmans stelling de ongefundeerde *window-dressing* van een particuliere ideologie (Robé, 2012). Niettemin ging Friedman er met gestrekt been in, door te stellen dat het spreken over enige andere maatschappelijke verantwoordelijkheid niets minder zou zijn dan *“preaching pure and unadulterated socialism”* en dat *“businessmen who talk this way are unwitting puppets of the intellectual forces that have been undermining the basis of a free society these past decades”* (Friedman, 1970).

Ondanks Friedmans gebrekkige en ideologisch gedreven stellingname werd deze zes jaar later overgenomen door Michael Jensen en William Meckling, in hun baanbrekend artikel waarmee zij de principaal-agent-theorie introduceerden als nieuw fundament voor de economische wetenschap (Jensen en Meckling (1976) – volgens Google Scholar het vaakst geciteerde economisch artikel). Ze starten met de aanname dat *“the relationship between the stockholders and the managers of a corporation fits the definition of a pure agency relationship”*.

De reden dat Jensen en Meckling de ideologisch geladen stellingname van Friedman overnamen, was de vurige wens van economen om de heuristiek van de natuurwetenschappen – wiskundige modellering – toe te kunnen passen (Hayek, 1989). Een principaal-agent-relatie met een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde als enige ondernemingsdoel en met management als zetbazen van de aandeelhouders, en beide met strikte eigenschappen bleek wiskundig goed te formaliseren. Meerdere relaties tussen meerdere stakeholders met meerdere doelstellingen en een variëteit aan eigenschappen – het echte leven – niet. Onder andere Ghoshal (2005) heeft dit helder geanalyseerd, en Michael Jensen heeft me dat later, in 2006, bevestigd. Het is geen toeval dat acht van de eerste twaalf winnaars van de zogenoemde Nobelprijs in de economie wis- en/of natuurkunde hadden gestudeerd. Over de toepassing van wiskunde in de economie, met de partiele analyses en simplificerende en vaak onjuiste aannames over menselijk gedrag, stelde Nobelprijswinnaar Friedrich Hayek in 1974 al vast dat *“As a profession, we have made a mess of things”* (Hayek, 1989).



Verspreiding door business schools

Begin jaren tachtig heerste het klassieke stakeholder-paradigma nog in de directiekamers. Dat blijkt onder meer uit een verklaring in 1981 van de elite van het Amerikaanse bedrijfsleven, verenigd in de Business Roundtable (BRT): *“Business and society have a symbiotic relationship: The long-term viability of the corporation depends upon its responsibility to the society of which it is a part. And the well-being of society depends upon profitable and responsible business enterprises.”* (BRT, 1981).

Vanaf de jaren tachtig was de principaal-agent-theorie en het daarop gebaseerde aandeelhoudersmodel echter het heersende paradigma in de wetenschap geworden, en daarmee ook in de curricula van alle business schools doorgedrongen (Harrison et al., 2020). Honderdduizenden studenten en duizenden latere CEO's zijn daarin opgeleid. Zij kregen het negatieve mensbeeld dat ten grondslag ligt aan het principaal-agent-paradigma en de transactiekostentheorie met de papepel ingegoten: mensen zijn niet te vertrouwen, opportunistisch en egoïstisch. Daarmee ontstaat er een mensbeeld dat zichzelf bevestigt. Vanwege het mensbeeld dat de MBA-managers bij hun opleiding hebben meegekregen, zullen zij forse bonussen uitdelen – pas dan doen mensen immers wat er van hen verwacht wordt. Zij zullen zich ook als vanzelf voegen naar strenge monitoring en control-systemen, en die later zelf gaan verfijnen, bijvoorbeeld met camera's of met polsbandjes (zoals bij Amazon).

Maar die systemen roepen juist wantrouwen op en lokken opportunistisch gedrag uit, wat het mensbeeld dat de MBA-managers hebben aangeleerd juist bevestigt. De aangeleerde pathologie van het menselijk gedrag wordt door zichzelf gerecreëerd. En zowel prestatiebeloning als control-systemen tasten ook nog eens de intrinsieke motivatie aan, omdat we alleen nog maar werken als we er extra voor worden betaald en/of streng gecontroleerd worden (Frey, 1997). Daarbij is het maximaliseren van aandeelhouderswaarde volgens de Chicago-school meer dan een lovenswaardig streven, daarvan afwijken is *‘actively immoral’*.

(Henderson, 2020). Op basis van tien jaar onderzoek onder 5.400 MBA-CEO's komt Henry Mintzberg tot het oordeel over business schools dat *"too many of their graduates are corrupting the economy"* (Mintzberg, 2017).

Zo hebben de natuurwetenschappen hun invloed gehad op de economie, en die weer op de business schools, waarmee het aandeelhoudersparadigma, inclusief het onderliggende negatieve mensbeeld, niet alleen in de wetenschap maar ook in het DNA van de directiekamers van het Amerikaanse bedrijfsleven is gekropen (Ghoshal, 2005; Pfeffer, 2005). De kracht van ideeën valt niet te onderschatten: *"Practical men, who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influences, are usually the slaves of some defunct economist. (...) it is ideas, not vested interests, which are dangerous for good or evil."* (Keynes, 1936).

Hoeveel Nederlandse ondernemingen nemen beslissingen ten koste van het aandelenrendement?

Een sprekend voorbeeld van het effect van ideeën op het gedrag van topmanagers dat via business schools kwam, was het eerlijke antwoord van Martin Shkreli, CEO van Turing Pharmaceuticals, op de vraag van *CBS News* in december 2015 waarom hij de prijs van de aidsremmer Daraprim in één keer had verhoogd van 13,50 dollar naar 750 dollar: *"My investors expect me to maximize profits, not to minimize them (...) to go to 100% of the profit curve, that's what we're all taught in MBA class."* (Forbes, 2015).

De weg terug

In 1997 werd het nieuwe Amerikaanse aandeelhoudersparadigma omarmd. Dezelfde Business Roundtable verklaarde nu geheel anders: *"(...) the paramount duty of management and of boards of directors is to the corporation's stockholders; the interests of other stakeholders are relevant as a derivative of the duty to stockholders"* (BRT 1997).

Maar inmiddels is er steeds meer weerstand tegen het aandeelhouderkapitalisme. In 2018 diende de latere presidentskandidate senator Elisabeth Warren *The Accountable Capitalism Act* in, een wetsvoorstel dat een einde moest maken aan het primaat van de aandeelhouders en de CEO's aansprak op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid. In zijn jaarlijkse brief aan CEO's in 2019 riep Larry Fink, de CEO van BlackRock, 's werelds grootste institutionele belegger, hen op om een *corporate purpose* te hebben dat verder gaat dan het maken van winst. En in zijn brief van 2020 kondigde hij aan niet langer in ondernemingen te beleggen die een gevaar voor het klimaat vormen en verregaande rapportages te eisen qua duurzaamheid en klimaateffecten.

Niettemin deed het veel stof opwaaien toen 181 van de 188 BRT-CEO's in augustus 2019 plechtig het einde aankondigden van het Amerikaanse aandeelhouderspara-

digma. Ze zouden voortaan alle stakeholders gelijk behandelen: *"Redefining the purpose of a corporation to promote 'An economy that serves all Americans' (...) and moving away from shareholder primacy."* Maar de prangende vraag die telkens opdook was, zoals *Harvard Business Review* het uitdrukte: *"Is this statement just empty CEO rhetoric?"*

Het antwoord is 'ja'. Dat baseer ik op een analyse van de CEO-brieven in de jaarverslagen van de BRT-CEO's. Dat zijn geen vrijblijvende beleefdheidspraatjes, want daarin legt hij of zij persoonlijk verantwoording af over de gang van zaken in het afgelopen jaar en schetst hij/zij het toekomstperspectief. Zoals verwacht leggen Amerikaanse CEO's primair verantwoording af aan hun aandeelhouders: 87 procent van de BRT-ondertekenaars die CEO zijn van een Amerikaans beursfonds richtte zich in hun jaarverslag van 2018 exclusief tot hun aandeelhouders, met de aanhef *Dear (fellow) shareholder*. Slechts vier procent richtte zich tot minstens één andere stakeholder, en de resterende negen procent gebruikte geen persoonlijke aanhef.

In Europa zien die cijfers er heel anders uit. In de jaarverslagen van 2018 van de 25 grootste beursfondsen van het land richten nul Franse CEO's en slechts één Nederlandse CEO – vier procent van het totaal – zich uitsluitend tot hun aandeelhouders. En zelfs in het Verenigd Koninkrijk, het meest aandeelhouder-georiënteerde Europese land, legt slechts acht procent van de CEO's (2 van de 25) uitsluitend aan hun aandeelhouders verantwoording af.

Men zou verwachten dat in de jaarverslagen van 2019, gepubliceerd een half jaar na het BRT-statement, de Amerikaanse CEO-brieven ook een Europees stakeholderbeeld laten zien. In het geheel niet. Sterker nog, het aantal CEO's dat uitsluitend zijn aandeelhouders aanspreekt is zelfs *toegenomen*! Vier Roundtable CEO's richtten zich in het jaarverslag van 2019 voor het eerst uitsluitend tot hun aandeelhouders en slechts twee legden voor het eerst ook verantwoording af aan andere stakeholders: Bank of America en American Tower Corporation.

Maar, zult u misschien zeggen, het gaat toch om daden, niet om de aanhef van een CEO-bericht. Zeker, maar als men zelfs in woorden de daad niet bij het woord voegt dan zullen oprechte en significante maatregelen er zeker niet van komen. En dat blijkt het geval. 98 procent van de BRT-CEO's heeft hun bestuur niet om toestemming gevraagd om de verklaring uit 2019 te ondertekenen (Bebchuk en Tallarita, 2020), terwijl dat wel nodig is als er sprake is van een *major change*. Een andere aanwijzing voor een hoog pr-gehalte van de Roundtable-verklaring is dat geen van de twintig ondernemingen waarvan de CEO in het BRT-bestuur zat de *corporate guidelines* heeft aangepast.

Wat zat hierachter, waarom heeft de Amerikaanse bedrijfselite een paradigma-verandering aangekondigd – terug naar vroeger – die ze vooralsnog niet waar maken? Was het een oprechte wens waarbij ze de hardnekkigheid van hun recente aandeelhouders-DNA hebben miskend, of is het toch maar alleen 'holle CEO-retoriek' in de naïeve hoop iedereen voor de gek te kunnen houden?

Het blijkt dat met name de eisen die de jongste generatie werknemers aan ondernemingen stelt een belangrijke impuls voor het BRT-statement zijn geweest. Volgens een onderzoek uit 2019 van Deloitte, dat ook door BRT-lid

Larry Fink in zijn CEO-brief van 2019 werd aangehaald, vindt 63 procent van de millennials die voor deze bedrijven werken dat niet het maken van winst maar *improving society* het belangrijkste doel van een onderneming moet zijn.

Aandeelhoudersgovernance in Nederland

Er is dus werk aan de winkel, ook in Nederland. Want waarom zouden deze ontwikkelingen hier anders zijn? En hoe groot is nu werkelijk het verschil tussen het door Europeanen verketterde aandeelhouderskapitalisme en het eigen hoog geprezen stakeholderskapitalisme? Nederlandse CEO's staan onder dezelfde maatschappelijke druk als hun Amerikaanse collega's.

De lakmoesproef daarbij is hoeveel Nederlandse ondernemingen beslissingen nemen ten faveure van bepaalde stakeholders, ten koste van het aandelenrendement. We zien dat klimaat, milieu en medewerkers middels externe effecten regelmatig benadeeld worden ten gunste van aandelenrendement op de korte termijn, en/of ten koste van het effect op de lange termijn. Van echte gedeelde waarde is nauwelijks sprake. Hoog tijd dus voor *Reimagining capitalism in a world on fire*, zoals de titel luidt van het recente boek van Rebecca Henderson, universiteitshoogleraar op Harvard.

Men zegt dat wij een *stakeholder governance*-model kennen vanwege onze wettelijk vastgelegde open norm dat bestuur en commissarissen zich bij de uitoefening van hun taak moeten richten op het belang van de vennootschap. Dat is schone schijn. Ons stakeholdermodel is fundamenteel een economisch aandeelhoudersmodel omdat het winststreven van aandeelhouders onbegrensd is, en zelden of nooit daadwerkelijk wordt opgeofferd aan andere belangen. Daar verandering in brengen zal niet meevallen, de recente Amerikaanse geschiedenis laat zien dat het niet eenvoudig is om afscheid te nemen van een bestaand paradigma.

Wat er van de plannen van Paul Polman, de voormalige CEO van Unilever, terecht gekomen is, illustreert dat het onmogelijk is voor een beursgenoteerde onderneming om een echt duurzame strategie te hebben. In 2010, het jaar na zijn aantreden, lanceerde Polman naast de doelstelling om in 2020 de omzet te verdubbelen zijn *Unilever Sustainable Living Plan* met daarin onder meer de doelstelling om in 2020 de CO₂-uitstoot van Unileverproducten te halveren en om volledig duurzaam in te kopen. Maar ook Polman moest buigen voor de aandeelhouders. Begin 2017 werd hij gedwongen aandelen in te kopen, het dividend te verhogen, reorganisaties te vervroegen en de marginedivisie te verkopen. De duurzaamheidsdoelstellingen waren niet langer prioriteit. Hij werd in 2019 opgevolgd door Alan Jope, wiens motto luidde "*Eerst geld verdienen, dan het goede*".

Dat het aandeelhoudersmodel ten koste gaat van maatschappelijke belangen wordt ook in Nederland meer en meer onderkend. Onlangs vroegen 25 hoogleraren ondernemingsrecht daarvoor aandacht (Winter et al., 2020). Helaas kozen ze ervoor om te proberen het gedrag van bedrijven te sturen middels wet- en regelgeving. Dat is meestal kansloos en zeker als het gebeurt met een een-regelige nieuwe open norm (Mayer, 2013). Dat verandert niets aan het fundamentele probleem van het onbegrensd winststreven van aandeelhouders en creëert onmogelijke rechtszaken – een *lawyers paradise* dus.

Wat doorbreekt het primaat van de aandeelhouders dan wel? Prikkel die het gedrag van managers rigoureuze de goede kant op sturen. Het gaat om progressieve winstbelasting om het primaat van aandeelhouders te doorbreken – dat is fundamenteel –, de afschaffing van renteaftrek voor de winstbelasting, het beëindigen van fiscale faciliteiten voor multinationals (EU-landen lopen zo jaarlijks 190 miljard euro mis) en het opheffen van de fiscale jaarrekening.

Parallel daaraan is een aangepast governance-model nodig, een model, dat afgeleid is van de Amerikaanse *benefit corporation*, maar niet vrijwillig en met een verplichte *purpose* en veel ruimere transparantie en verantwoordings-eisen. Binnenkort kom ik, samen met anderen, met een uitgewerkt voorstel, onder de titel *Reinventing the corporation*, voor zowel de juiste prikkels als de aangepaste vennootschapsvorm.

Literatuur

- Bebchuk, L. en R. Tallarita (2020) The illusionary promise of stakeholder governance. *Cornell Law Review*, te verschijnen. Tekst te vinden op corpgov.law.harvard.edu.
- Bezemer, P.-J., H. Volberda en F. van den Bosch (2017) Focus op aandeelhouder veelal slecht voor de financiële prestaties. *ESB*, 102(4751), 323–325.
- Dodd, E.M. (1932) For whom are corporate managers trustees? *Harvard Law Review*, 45(7), 1145–1163. Artikel te vinden op intranet.pe.uni-bayreuth.de.
- Dodge (2020) Dodge v. Ford Motor Co. Artikel te vinden op en.wikipedia.org.
- Frey, B.S. (1997) *Not just for the money*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Friedman, M. (1970) The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 13 september.
- Forbes (2015) *Solving Pharma's Shkreli problem*. Te vinden op www.forbes.com.
- Ghoshal, S. (2005) Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management Learning & Education*, 4(1), 75–91.
- Harrison, J.S., R.A. Phillips en R.E. Freeman (2020) On the 2019 Business Roundtable 'Statement on the purpose of a corporation'. *Journal of Management*, 46(7), 1223–1237.
- Hayek, F. (1989) The pretence of knowledge (Nobel Memorial Lecture). *American Economic Review*, 79(6), 3–7.
- Henderson, R. (2020) *Reimagining capitalism in a world on fire*. New York: PublicAffairs.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jong, A. de, A. Röell en G. Westerhuis (2017) De rol van aandeelhouders in historisch perspectief. *ESB*, 102(4751), 312–315.
- Keynes, J.M. (1936) *The general theory of employment, interest and money*. Londen: Palgrave Macmillan.
- Mayer, C. (2013) *Firm Commitment*. Oxford University Press.
- Mintzberg, H. (2017) MBAs as CEOs: some troubling evidence. Blog, 22 februari. Te vinden op www.mintzberg.org.
- Pfeffer, J. (2005) Why do bad management theories persist? A comment on Ghoshal. *Academy of Management Learning & Education*, 4(1), 96–100.
- Robé, J.-P. (2012) Being done with Milton Friedman. *Accounting, Economics, and Law*, 2(2), 1–31.
- The Business Roundtable (1981) *Statement on Corporate Responsibility*. Te vinden op www.ralphgomory.com.
- The Business Roundtable (1997) *Statement on Corporate Governance*. Te vinden op www.ralphgomory.com.
- Winter, J.W., J.M. de Jongh, J.B.S. Hijink et al. (2020) Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoorde deelname aan het maatschappelijk verkeer. *Ondernemingsrecht*, 2020(7), 471–474.