

## Tabaksblats tweedeling

Het Financieele Dagblad, Zaterdag 5 Juli 2003

Jaap Koelewijn

De kogel is door de kerk. De inhoud van het rapport van de commissie-Tabaksblat over de herinrichting van de corporate governance in Nederland spreekt voor zich. Nederland zal, als alle voorstellen tot wijziging van regels worden overgenomen en in een wettelijk kader zijn ondergebracht, niet langer een ontwikkelingsland zijn op het gebied van ondernemingstoezicht. Bijna alle betrokkenen waren tevreden over de voorstellen en over het feit dat ze veel minder vrijblijvend zijn dan die van de commissie-Peters. Toch wil ik een aantal kanttekeningen plaatsen.

Uiteraard is het een goede zaak dat de aandeelhouders een grotere invloed krijgen op het bestuur van de onderneming. Zij krijgen verstrekkende bevoegdheden waar het gaat om het benoemen en ontslaan van bestuurders. Verder zal er een systeem van stemmen op afstand komen: 'proxy voting'. Ik verwacht niet dat de kleine aandeelhouders daadwerkelijk gebruik zullen gaan maken van hun bevoegdheden. Het is zeer onwaarschijnlijk dat particuliere aandeelhouders, die een gering aantal aandelen bezitten en bovendien een gespreid bezit hebben, tijd en energie zullen besteden aan het verzamelen van informatie over ondernemingen, het bepalen van standpunten en het uitoefenen van toezicht. Als zij rationeel zijn, zullen ze slechts met hun voeten stemmen. Nu hebben particulieren maar een zeer beperkt deel van de aandelen van de grote ondernemingen in handen. Het is daarom geen ramp dat zij hun bevoegdheden niet zullen gebruiken.

Voor institutionele aandeelhouders ligt dat mogelijk anders. Zij houden meestal hun aandelenbezit voor een langere periode vast en hun gezamenlijke belang is groter. Gemiddeld 70% van de aandelen van 'large caps' is in institutionele handen. Als zij individueel een aanzienlijk belang hebben, is het voor hen lonend om te investeren in het daadwerkelijk benutten van hun bevoegdheden. Ik blijf echter betwijfelen of dat ook echt gaat gebeuren. Als een institutionele aandeelhouder zich inzet om het beleid van de onderneming bij te sturen, zal hij dat doen met het uiteindelijke doel een beter rendement te halen. Hij is echter niet de enige die profijt heeft van een interventie. Ook de aandeelhouders die achterover leunen, delen mee in de baten. Dit klassieke 'free riders'-probleem is in de discussie over de rol van de aandeelhouder al uitvoerig aan de orde gekomen. Nu kan van de commissie-Tabaksblat niet verwacht worden dat zij dit probleem oplost. De bal ligt bij de institutionele aandeelhouders en ik hoop dat zij hem zullen spelen. Als zij hun werk goed doen, zal dat resulteren in betere prestaties van ondernemingen.

Een tweede kanttekening maak ik naar aanleiding van een opmerking van werkgeversvoorzitter Jacques Schraven. Hij stemde in met de voorstellen - in het huidige klimaat kan hij ook nauwelijks anders - maar hij brak wel een lans voor de kleine ondernemingen. Het zou voor hen moeilijk zijn om aan alle regels te voldoen. Nu voorzien de voorstellen van de commissie in de mogelijkheid dat ondernemingen de regels niet toepassen, mits zij uitleggen waarom ze dat niet doen. 'Pas toe of leg uit', stelt men in het rapport.

Dat er mededogen bestaat voor kleine en middelgrote ondernemingen is voorstelbaar. Ze zuchten onder de druk van nieuwe verslagleggingeisen, geringe liquiditeit en gebrek aan aandacht van institutionele beleggers. Maar het de facto ruimte scheppen voor een uitzonderingspositie is in mijn ogen gevaarlijk. Bij veel van deze kleine ondernemingen is er sprake van een grootaandeelhouder die een zwaarwegende, zo niet doorslaggevende, invloed heeft op het ondernemingsbeleid. De minderheidsaandeelhouders hebben geen daadwerkelijke macht. Als de grootaandeelhouders zich niet aan de nieuwe regelgeving conformeren, zullen kleine ondernemingen nog minder aantrekkelijk worden dan ze al zijn. De particuliere belegger, die relatief veel belegt in kleine bedrijven, zal hen de rug toekeren en daarmee de trend dat kleine ondernemingen de beurs verlaten alleen maar versterken. De bestaande tweedeling op de beurs zal daardoor alleen maar groter worden.

Nu hoeven we er onder de huidige omstandigheden niet rouwig om te zijn dat de beursdwerger het veld ruimen. Veel van deze kleintjes zijn naar de beurs gegaan om hun eigenaar de mogelijkheid te geven zijn belang te gelde te maken. Het risico is echter dat in de toekomst nieuwe ondernemingen niet bereid zullen zijn om naar de beurs te gaan. In dat geval zal de beurs haar rol als verschafter van primair kapitaal niet meer kunnen vervullen.

De invoering van corporate governance regels kan daardoor onbedoelde neveneffecten krijgen. Of deze daadwerkelijk zullen optreden, is uiteraard onzeker. Het is ook mogelijk dat jonge ondernemingen zich tijdens hun expansie financieren door het plaatsen van aandelen bij een besloten groep beleggers. Deze beleggers kunnen wel het beleid van de onderneming beïnvloeden en de beurs gebruiken voor hun exit-financiering, waarbij externe aandeelhouders direct een meerderheidsbelang krijgen. Als dat het geval is, zal de beurs voorbehouden zijn aan ondernemingen die hun aandeelhouders serieus nemen. Op deze manier heeft een nadeel toch nog een voordeel, zou Johan zeggen. Hoelang zal Ajax nog aan de beurs staan?

Dr Jaap Koelewijn is directeur van adviesbureau Financieel Denkwijk te Rotterdam.  
**Koelewijn, J.**

(c) Het Financieele Dagblad 2003 alle rechten voorbehouden