



## UvA-DARE (Digital Academic Repository)

### Invloed van aandeelhouders vaak te beperkt

Boot, A.W.A.

**Publication date**

2023

**Document Version**

Final published version

**Published in**

Ondernemingsbeleid in een wereld van financialisering

[Link to publication](#)

**Citation for published version (APA):**

Boot, A. W. A. (2023). Invloed van aandeelhouders vaak te beperkt. In A. W. A. Boot (Ed.), *Ondernemingsbeleid in een wereld van financialisering* (1 ed., Vol. 30, pp. 47-58). Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF).

**General rights**

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

**Disclaimer/Complaints regulations**

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.



*Topics in*

# *Corporate Finance*

## *Ondernemingsbeleid in een wereld van financialisering*

DIRK BEZEMER

KES COOLS

ARNOUD BOOT

*in cooperation with*



UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM  
*Amsterdam Center for Law & Economics*

30

NUMBER

# **TOPICS IN CORPORATE FINANCE**

**ONDERNEMINGSBELEID IN EEN WERELD  
VAN FINANCIALISERING**



**TOPICS IN CORPORATE FINANCE**

**NUMMER 30**

# **Ondernemingsbeleid in een wereld van financialisering**

*Met bijdragen van*

Dirk Bezemer

Kees Cools

Arnoud Boot

ISBN 978-90-77859-19-3

© 2023, Amsterdam Center for Corporate Finance  
All rights reserved

## VOORWOORD

Voor U ligt de 30ste uitgave van *Topics in Corporate Finance*, de publicatiereeks van het Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF).

Het kan weinigen zijn ontgaan dat de financiële economie in de afgelopen decennia een ongekende groei heeft meegemaakt. Dit heeft zich niet alleen geuit in een over de tijd groeiende rol voor de financiële sector maar ook in een sterker sturen op financiële motieven. Dit wordt aangeduid met de term financialisering. In het vaak scherpe maatschappelijke debat staan vragen centraal zoals: leven we in een wereld waar finance aan de macht is, en financiële maatstaven en instrumenten de economie domineren? En tiert het op financieel gewin gerichte aandeelhouderskapitalisme welig, of staan ondernemingen voor bredere maatschappelijke belangen?

In een drietal bijdragen van respectievelijk Dirk Bezemer (Rijksuniversiteit Groningen), Kees Cools (Tilburg University) en Arnoud Boot (Universiteit van Amsterdam) wordt deze problematiek op verschillende manieren geanalyseerd, en er wordt stelling genomen. De auteurs zijn actieve participanten in huidige maatschappelijke debat over de rol van de financiële sector, aandeelhouders en ondernemingen in de maatschappij.

De auteurs bieden verschillende perspectieven. De Groningse hoogleraar Dirk Bezemer bekijkt de macro-economische context van financialisering. Hij laat zien dat financiële stromen aan belang hebben gewonnen. Schuldniveaus zijn historisch hoog en inkomen uit vermogen is steeds belangrijker geworden. De conclusie uit zijn analyse is dat het belang van de financiële economie is doorgeslagen. Het is niet meer dat financiële ontwikkeling bijdraagt aan economische groei, maar eerder dat de onstuimige groei van het financiële de reële economie afroemt en in de weg zit, en dus schadelijk is.

De bijdrage van Kees Cools is eveneens zeer kritisch en richt zich op het aandeelhouderskapitalisme dat in zijn ogen zeer dominant is geworden, min of meer ook als symptoom van financialisering. Hij vraagt om een paradigmaverschuiving naar een meer duurzaam en inclusief model. Cools stelt dat het aandeelhoudersmodel besturen van ondernemingen tot zetbaas heeft maakt van aandeelhouders en – ondanks mooie woorden die soms een groter maatschappelijk verantwoordelijkheidsgevoel suggereren – winstmaximalisatie tot exclusieve doelstelling bombardeert. Hij is sceptisch over het bredere welvaartsverhaal dat door ondernemers wordt uitgedragen. Hij acht dit niet mogelijk binnen het huidige aandeelhouderskapitalisme. Hij formuleert ook een aantal gedachten over hoe tot een meer duurzaam economisch paradigma kan worden gekomen.

In de laatste bijdrage brengt Arnoud Boot (ondergetekende) enige nuanceringen aan. Hij ziet minder grote tegenstellingen, maar onderkent wel dat opportunistisch financieel gewin ten koste van het algemene belang een probleem is en de *social fabric* van de maatschappij kan aantasten. Hij legt een veel grotere verantwoordelijkheid bij bestuurders. In zijn ogen is er wel degelijk te sturen op langetermijnwaardecreatie en daarmee samenhangende bredere maatschappelijke belangen, maar laten besturen van ondernemingen zich veel te veel leiden door kortetermijnoverwegingen. Aandeelhouders als bron van het kwaad zien, ziet hij dan ook als veel te gemakkelijk; hun belangen hoeven helemaal niet op gespannen voet te staan met langetermijnwaardecreatie.

Al met al bieden de drie bijdragen een rijke schakering aan perspectieven waar centraal staat de verhouding tussen de financiële en reële economie, en in het verlengde hiervan hoe ondernemingen moeten acteren in een wereld waarin ze geacht worden financieel te presteren en tegelijkertijd invulling te geven aan hun maatschappelijke verantwoordelijkheid.

Als *Amsterdam Center for Corporate Finance* hopen wij met deze publicatie een vruchtbare bijdrage te leveren aan het maatschappelijk debat.

Arnoud W.A. Boot  
Director ACCF

Mei 2023



## INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	v
<b>1 Financialisering als verklaring voor macro-economische puzzels</b>	<b>1</b>
<i>Dirk Bezemer</i>	
1.1 Inleiding	1
1.2 Financialisering gemeten	2
1.3 Lagere inkomensgroei	5
1.4 Achterblijvende investeringen en loongroei	8
1.5 Ongelijkheid in bezit en inkomen	9
1.6 Conclusies	10
Literatuurlijst	11
<b>2 Naar een duurzaam economisch paradigma</b>	<b>17</b>
<i>Kees Cools</i>	
2.1 Inleiding	17
2.2 De ontwikkeling van aandeelhouderskapitalisme	17
2.2.1 Stakeholderskapitalisme tot aan de jaren tachtig	17
2.2.2 Omslag door wiskundig economen	19
2.2.3 Verspreiding door business schools	20
2.2.4 Maatschappelijke ontwikkelingen	21
2.3 Is het bedrijfsleven klaar voor een nieuw paradigma?	22
2.3.1 Het Amerikaanse bedrijfsleven	22
2.3.2 Het Nederlandse bedrijfsleven	23
2.4 Is de politiek klaar voor een nieuw paradigma?	25
2.4.1 Openingsretoriek	25
2.4.2 Concrete maatregelen	26
2.4.3 Hoe kansrijk is de verkiezingsretoriek?	29
2.5 Waar blijft de economische wetenschap?	31
2.5.1 Marktfalen: de economische realiteit	32
2.5.2 Overheidsfalen; de politieke realiteit	34
2.6 Hoe verder?	35
2.6.1 Soorten hervormingen	35
2.6.2 Andere prikkels en rapportage	37
2.6.3 Governancemodellen	40
2.6.4 De civil society	41

2.7 Tot slot	42
Literatuurlijst	43
<b>3 Invloed van aandeelhouders vaak te beperkt</b>	<b>47</b>
<i>Arnoud Boot</i>	
3.1 Inleiding	47
3.2 Corporate governance: een veelkoppig fenomeen	48
3.3 Aandeelhoudersoriëntatie niet zo problematisch, informatie- problemen wel	49
3.4 Aandeelhouder vaak onzichtbaar, maar wel druk van financiële markten	52
3.5 Geen beursnotering beter?	53
3.6 Groeiende concentratie en indexbeleggen helpen niet	54
3.7 Tot slot	56
Literatuurlijst	58
Over de auteurs	59
Eerdere publicaties in de reeks <i>Topics in Corporate Finance</i>	61

# 1 FINANCIALISERING ALS VERKLARING VOOR MACRO-ECONOMISCHE PUZZELS\*

*Dirk Bezemer*

## 1.1 INLEIDING

De financialiseringshypothese stelt dat expansie van financiële dienstverlening en vermogensmarkten tot onwenselijke macro-economische uitkomsten kan leiden. Kan financialisering ook huidige macro-economische trends in Nederland verklaren?

Nederland kende sinds 1995 een sterke toename van verschillende indicatoren van financialisering. Mogelijke gevolgen voor de Nederlandse economie zijn achterblijvende investeringen en loongroei, instabiliteit in consumptie en investeringen en grotere ongelijkheid in bezit en inkomen. Deze gevolgen zijn zichtbaar in de data. Meer onderzoek naar de causaliteit is nodig.

Macro-economen staan voor een aantal ‘puzzels’ zoals afnemende investeringen en productiviteit, een dalende arbeidsinkomensquote (AIQ), lage rente en inflatie en structureel lage groei. Financialisering – het optreden van netto negatieve effecten van financiële ontwikkeling – zou deel van de verklaring kunnen zijn.

Financialisering is een socio-economisch begrip (Arrighi, 1994) dat duidt op een proces dat in de jaren tachtig begon (Offer, 2017), maar dat toch pas sinds enige jaren ingang heeft gevonden in de hoofdstroom van het economisch debat. De economische literatuurdatabase *EconLit* toont 19 publicaties met ‘financialization’ in de titel voor alle jaren vóór 2007, en 620 publicaties voor de dertien jaar sinds 2007. Dat is nog steeds weinig gezien het belang van deze trend, zoals in deze bijdrage betoogd zal worden.

Financialisering is conceptueel te onderscheiden van financiële ontwikkeling (Epstein, 2005; Mader et al., 2020). In beide gevallen gaat het om expansie van markten voor schulden, verzekeringen, aandelen, obligaties, vastgoed en andere vermogenstitels ten opzichte van de (rest van) de economie (Bezemer en Hudson, 2016). In het discours van financiële ontwikkeling is dit groei van financiële dienstverlening, die productiviteitsgroei en innovaties ondersteunt en de vruchten ervan breed toegankelijk maakt via lenen en verzekeren, en ook helpt schokken op te vangen (Schumpeter, 1934; Gurley and Shaw, 1955; King en Levine, 1993). In het discours van financialisering is de expansie van markten voor schulden en vermogenstitels een bron van *rents* en daardoor een rem op de groei van handel en productie.

---

\* Een eerdere versie van dit hoofdstuk verscheen in *Economisch-Statistische Berichten* (ESB), zie Bezemer (2021).

Het verschil is dat loon en winst worden verdiend in het proces van productie en inkomensvorming, terwijl rents onverdiende inkomsten zijn die toevallen op basis van bezit. Rents komen ten laste van de inkomensvorming, lonen en winsten dragen bij aan de inkomensvorming.

In de toepassing hiervan op financialisering worden vermogenstitels (waaronder vastgoed en leningen) gezien als het bezit dat rents mogelijk maakt. Met iedere vermogenstitel zijn immers rendementen en vermogenswinsten (*total returns*) verbonden. Met expansie van financiële markten wordt een toenemend deel van de gerealiseerde inkomens (lonen en winsten; grofweg het bruto binnenlands product (bbp)) besteed om de total returns van vermogenstitels mogelijk te maken, in de vorm van rente, dividend, courtage, aflossing, premies, huur en dergelijke. Bij financiële ontwikkeling gaat het om beloningen voor financiële dienstverlening die inkomensvorming elders bevorderen en die tot netto economische groei leidt. Bij financialisering gaat het om het afromen van inkomens, niet om kosten die bijdragen aan inkomens. Er zijn *makers and takers* (Farooq, 2016). Financialisering kan zo leiden tot grotere ongelijkheid in bezit en inkomen en lagere inkomensgroei. Bovendien kan de dynamiek van schulden en vermogensprijzen de stabiliteit van de groei verminderen.

Oorzaken van financialisering zijn te vinden in de vergaande financiële liberalisering (Kneer, 2013), de groei van *market-based banking* (Chang en Jones, 2012) en de afname van *relation-based banking* (Boot en Thakor, 2000) en een politieke economie die financialisering ondersteunde middels subsidie op schulden, lage en poreuze vermogensbelastingen, lage kapitaalbufferen en aandeelhouderskapitalisme. Ook hebben kapitaalstromen invloed op de binnenlandse kredietverdeling (Samarina en Bezemer, 2016) en op funding-kwetsbaarheden van Nederlandse banken (Meijers et al., 2014).

In deze bijdrage worden indicatoren en kanalen van financialisering onderzocht voor de Nederlandse economie in de afgelopen kwart eeuw, op basis van literatuur en statistieken (voor eerdere studies, zie Bezemer en Muysken, 2015; Van Tilburg, 2012; Van Tilburg en Weyzig, 2014; Van Tilburg et al., 2018; WRR, 2016; 2019). De mogelijke gevolgen voor investeringen, lonen en de stabiliteit en verdeling van inkomens worden besproken.

## 1.2 FINANCIALISERING GEMETEN

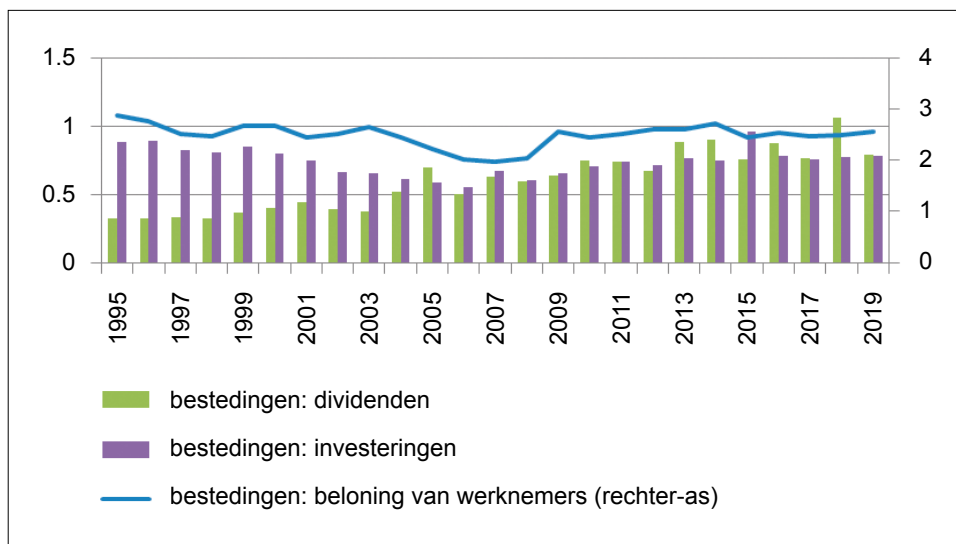
Als empirische maatstaf voor financialisering wordt wel gewezen op het toenemende aandeel van de financiële sector in de toegevoegde waarde. Voor de VS is door Greenwood en Scharfstein (2013) een verdubbeling vastgesteld van het aandeel in het bbp van kredietverlening, vermogenstitels en verzekeringen van 1970 tot 2009, van 4% naar 8%. Nederland bevindt zich ook op dat niveau. Het aandeel in de toegevoegde waarde van de sector financiële dienstverlening steeg van 7,7% in 1995 naar 9,6% in 2006, en daalde sindsdien naar 7,5% in 2019 (CBS). Dit is hoog in internationale ver-

gelijking; van 29 landen in de World Input-Output Database (WIOD, 2016) bevond Nederland zich in 2014 op de vierde plek.

De berekening van toegevoegde waarde in de financiële sector is problematisch (Idenburgh, 2019; Assa, 2016; Christophers, 2011) en zegt niet veel over beloningen in de financiële sector. Dit is een tweede maatstaf voor financialisering. Philippon en Resheff (2012) beschrijven dat die in de VS 'excessief' waren vanaf midden jaren negentig tot 2006, waarbij 30% tot 50% van het verschil met de rest van de economie als rents was aan te merken. In Nederland stegen de relatieve beloningen van werknemers in de financiële dienstverlening van 30% boven het niveau in niet-financiële sectoren in 1995 tot 60% boven de beloningen in niet-financiële sectoren in 2019 (CBS, 2021a). Hoeveel van die stijging als rents is aan te merken, is voor Nederland nooit geanalyseerd.

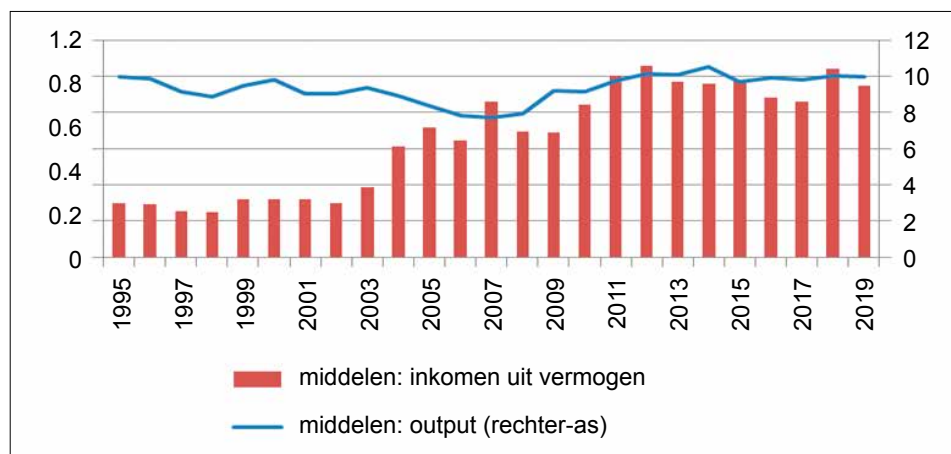
Een derde kenmerk van financialisering is dat bedrijfsinkomsten in toenemende mate uit financiële activiteiten komen en in afnemende mate uit productie, handel en niet-financiële dienstverlening (Krippner, 2005; Van der Zwan 2014). Bovendien worden inkomsten ook in toenemende mate besteed aan het genereren van inkomen uit vermogen, via dividenden en inkoop van eigen aandelen. In Nederlandse niet-financiële vennootschappen is het inkomen uit vermogen gestegen van 28% van de winst over 1995-1999 naar 94% van de winst gedurende 2015-2019 (zie figuur 1, rechter-as). Bestedingen van inkomsten gaan in toenemende mate naar winstuitkeringen en in afnemende mate naar investeringen in de kapitaalgoederenvoorraad en lonen.

**Figuur 1: Dividenden in verhouding tot de winst zijn sneller toegenomen dan lonen en investeringen**



Bron: berekeningen door de auteur op basis van CBS (2021b).

**Figuur 2: Inkomen uit vermogen in verhouding tot de winst is sneller toegenomen dan inkomen uit verkopen**

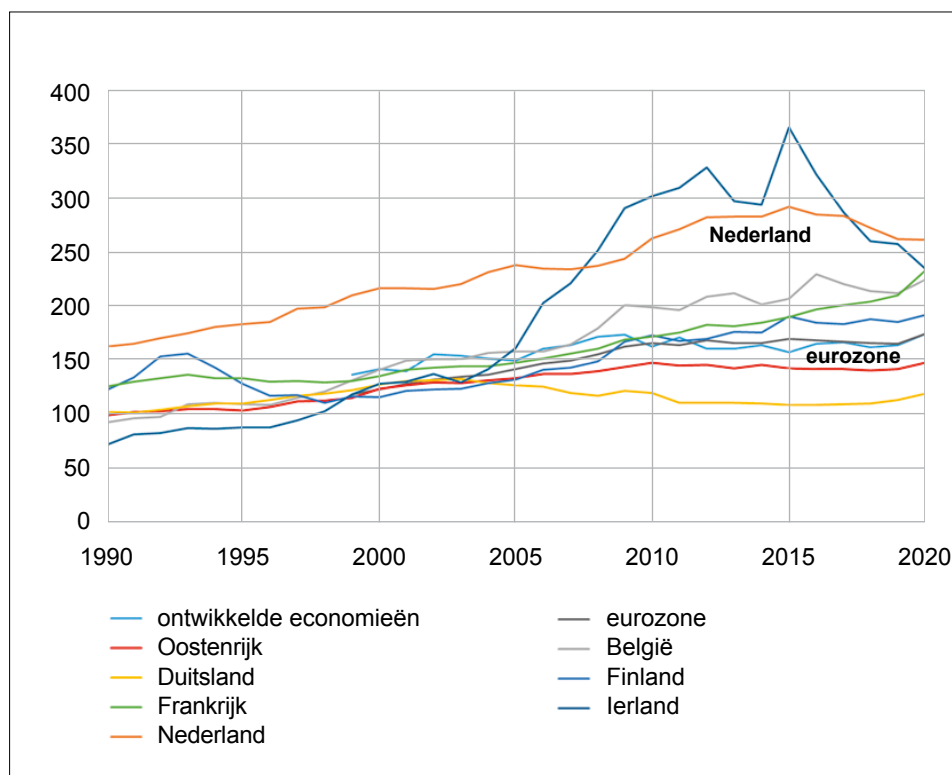


Bron: berekeningen door de auteur op basis van CBS (2021b).

De betaling van dividenden door niet-financiële vennootschappen steeg van 33% van de winst (het netto exploitatieoverschot) gemiddeld over 1995-1999 naar 87% van de winst gemiddeld over 2015-2019. In 2018 werd 88 miljard euro dividend uitgekeerd, 5% meer dan de winst (zie figuur 1, linker-as). Dit is nog afgezien van winstuitkeringen in de vorm van inkoop van eigen aandelen. De Nederlandse waarden liggen fors boven het gemiddelde voor beursgenoteerde Europese bedrijven, waar de verhouding van winstuitkeringen aan aandeelhouders (dividenden en inkoop van eigen aandelen) en netto bedrijfsinkomen tussen 1992 en 2018 van 20% gestegen is naar 60% (EY, 2020).

Een laatste indicator van financialisering is dat de economie een toenemende overheid van schulden en bezittingen kent. Rents worden gekapitaliseerd in financieel bezit en vastgoed, waar stijgende prijzen leiden tot groei in hypotheek en andere schulden, die de prijzen verder opdrijven (Favara en Imbs, 2015). Ook dit is relevant voor de Nederlandse economie, die 'lange balansen' heeft (SER, 2013; Parlevliet en Kooiman, 2015). Nederlandse vermogens in vastgoed en in (buitenlandse) financiële markten namen sterk toe ten opzichte van het bbp; de particuliere schuld steeg van 162% van het bbp in 1990 naar 262% in 2020 (zie figuur 3). In de 25 jaar tot 1990 was er in de Nederlandse economie een toename in de particuliere schuld van 85 cent voor iedere gulden toename in toegevoegde waarde. In de 25 jaar na 1990 is die verhouding opgelopen tot 1,81 (DNB cijfers).

Kortom, Nederland is volgens deze vier indicatoren meer gefinancialiseerd dan andere Europese economieën. In de rest van deze bijdrage worden gevolgen van financialisering besproken.

**Figuur 3: Het niveau van private schuld in Nederland is hoog**

Bron: berekeningen door de auteur op basis van BIS (2021).

### 1.3 LAGERE INKOMENSGROEI

In het artikel *Too Much Finance* door Arcand et al. (2015) – gebaseerd op een eerder IMF working paper uit 2012 – werd gevonden dat (gemiddeld over tientallen landen sinds 1960) financiële expansie van kredietmarkten leidt tot hogere inkomensgroei tot een ratio van particulier krediet en bbp van 90-120%. Daarboven gaat financiële expansie samen met lagere groei in de rest van de economie; een combinatie die op rents duidt. Hierbij is de maatstaf voor financiële expansie (bankkrediet/bbp) een *proxy* voor de financiële sector en vermogensmarkten in bredere zin; dit gaat niet alleen over banken.

Nederland bevindt zich met 262% al vele jaren ruim boven deze grens. Bezemer et al. (2016) laten zien dat in een breed landenpanel de correlatiecoëfficiënt van inkomensgroei en financiële ontwikkeling sinds 1970 daalde, en sinds de eeuwwisseling niet significant van nul verschilt. De gemiddelde economie verschoof van ‘financiële ontwikkeling’ naar ‘financialisering’.

Over de verschillende kanalen van financiële expansie naar lagere inkomensgroei

is een uitgebreide literatuur ontstaan, die uiterst relevant is voor de Nederlandse economie. Allereerst is er de politieke economie van financialisering, waarbij belangengroepen verbonden met de financiële sector en vermogensmarkten greep krijgen op beleid. Zo zijn er vier financiële-sectorlobbyisten voor iedere EU-ambtenaar die zich met de financiële sector bezighoudt. De financiële-sector lobby besteedt op alle EU-niveaus 120 miljoen euro per jaar; dit is dertig keer zoveel als consumentenorganisaties, vakbonden, milieuorganisaties en andere ngo's samen (Wolf et al., 2014).

Andere kanalen van financiële expansie naar lagere inkomensgroei zijn: minder investeringen in vaste activa (Law en Singh, 2014); minder productiviteitsgroei (Coricelli et al., 2012); reallocatie van talent naar de financiële sector (Kneer, 2013; Gupta en Hacamo, 2018); minder onderzoek en ontwikkeling (Cecchetti en Kharroubi, 2015); verschuiving van schuld naar huishoudkrediet in het algemeen (Beck et al. 2012) en woninghypotheken in het bijzonder (Bezemer et al., 2016; Jorda et al., 2016); schaal-effecten (Beck et al., 2012); en de last van aflossing en rente (Juselius en Drehmann, 2020). In de meeste van deze studies, voorzover het landenstudies zijn, is Nederland vertegenwoordigd.

### *Verkwisting van talent*

In Kneer's (2013) studie *Finance as a Magnet for the Best and Brightest: Implications for the Real Economy* worden dertien hoogontwikkelde economieën (waaronder Nederland, Duitsland, België, Frankrijk, Denemarken en Japan) bestudeerd van 1980 tot 2005. Kneer vindt een negatieve correlatie van productiviteitsgroei en innovatie met een maatstaf voor financiële liberalisering, waarop Nederland in deze sample het hoogste scoort. Ze vindt ook een verband met *skill upgrading* in de financiële sector (net als Philippon en Resheff, 2012). Er gaan steeds beter opgeleide mensen in de financiële sector werken, die dus niet elders innovatief en productief bezig zijn (zie ook Gupta en Hacamo (2018) voor een studie met microdata).

### *Hogere schuld*

Een tweede kanaal is verschuiving in het gebruik van bankleningen (en andere vormen van financiering), waarbij een toenemend deel naar vastgoedmarkten en andere vermogensmarkten gaat. Binnen de bedrijfsleningen werd een toenemend deel gebruikt om vermogenstransacties (zoals inkoop van eigen aandelen, vastgoedtransacties, fusies en overnames) te financieren en vermogensinkomen (zoals dividenden) mogelijk te maken. Binnen alle bankleningen vond een 'schuldverschuiving' (Bezemer, 2014) plaats van bedrijfsleningen naar hypotheken. Uitstaande woninghypotheken als aandeel in het bbp stegen met 98% tussen 1990 en 2020, vergeleken met een stijging van bedrijfsleningen van slechts 37% (BIS, 2021). De Nederlandse hypotheekschuld is daarmee uitzonderlijk hoog in internationale vergelijking geworden (zie Schularick en Taylor, 2012; Jorda et al., 2016; Bezemer en Zhang, 2016).



Door schuldverschuiving wordt liquiditeit meer aangewend ten bate van financiële en vastgoedinvesteringen, waardoor vastgoed- en vermogensprijzen stijgen (Favara en Imbs, 2015). Deze *feedback loop* betekent dat vermogensprijzen steeds minder afspiegeling zijn van reële variabelen. DNB (2020) vindt dat de verdrievoudiging van Nederlandse huizenprijzen sinds 1995 vooral samenhangt met de toegenomen financieringsruimte van kopers en niet zozeer met woningtekorten. Schaarste op de woningmarkt kan dus financieel van aard zijn; de oplossing is dan niet alleen bouwen, maar ook beperking van financieringsruimte, zodat prijzen stabiliseren.

Hoge vastgoedprijzen leiden tot uitgaven die het karakter van rents kunnen hebben, en die in mindering komen op de effectieve vraag. Huishoudens betaalden in 1995 netto 8,9 miljard euro aan rente. Die som steeg naar 28,2 miljard euro in 2009 en daalde toen licht naar 25,3 miljard in 2019. Huishoudens en niet-financiële vennootschappen betalen samen sinds 2007 jaarlijks zo'n 36 miljard euro aan rente per jaar, ofwel zo'n 5% van het bbp (CBS, 2021c).

Hoewel de schulden van niet-financiële vennootschappen ruim verdrievoudigden van 400 miljard euro in 1996 naar 1,267 miljard euro in 2020 (BIS, 2021), fluctueerden de rentelasten voor deze bedrijven na 1995 slechts tussen 25% en een 33% van het netto exploitatie-overschot (CBS, 2021a), dankzij de dalende rente. De totale schuldenlast (inclusief aflossing) is daarentegen hoog, volgens de OESO (2015) *non-financial corporations debt to surplus ratio*; dit is de mate waarin rente en aflossing betaald kunnen worden uit winst uit onderneming. In Nederland was deze verhouding 7,3 in 2015, hetgeen hoog was ten opzichte van de mediane waarde van 4,5. Van alle OESO-lidstaten was deze maatstaf alleen hoger in Luxemburg, Canada en de VS.

Bij hoge schulden kunnen rente- en aflossingslasten of *debt overhang* problemen tot lagere investeringen leiden (Law en Singh, 2014). Hoge commerciële vastgoedwaarden kunnen bovendien de investeringen drukken, vooral voor jongere bedrijven. Tegelijk vormen hogere vastgoedwaarden ook een beter onderpand voor leningen, vooral voor oudere bedrijven (Fougère et al., 2017).

Hoewel de OESO de schuldenlast relatief hoog inschat in verhouding tot de winst uit onderneming, concludeert CPB (2017) dat de schulden van Nederlandse bedrijven niet hoog zijn in verhouding tot de balansomvang. Een mogelijke verklaring van het verschil is, dat door financialisering de balansomvang toeneemt door toevoeging van financiële activa. De schulden ten opzichte van balansomvang (CPB) zijn daarvoor lager dan de schuldenlast die drukt op de winst uit onderneming (OESO).

Aflossingen op woninghypotheken, berekend als het verschil tussen de jaarlijkse mutatie in standen en nieuwe contracten, stegen van 35 miljard euro in 2003 naar zo'n 53 miljard euro per jaar sinds 2010 (DNB 2021). De consumptie door Nederlandse huishoudens tussen 2008 en 2018 is achtergebleven bij de economische groei doordat huishoudens meer afstoten op hun hypotheken (CBS, 2019). Daarbij komt nog, dat het voor Nederlandse huishoudens bij aflossingen vaak gaat om uitgestelde verplichtingen, vanwege de sterke groei van aflossingsvrije hypotheken tot 2010. DNB verwacht dat ruim 1 miljoen huishoudens na 2030 problemen vanwege de restschuld zullen ondervinden (DNB, 2016).

## *Grotere schommelingen van bestedingen*

Juselius en Drehmann (2020) tonen met data voor de VS van 1985 tot 2017 aan dat aflossingen en rentebetalingen een beperking zijn op uitgaven en de procycliteit van bestedingen versterken. Hemmerlé (2019, figuur 2) toont voor 1995-2017 dat de standaarddeviaties van de groei van particuliere consumptie, overheidsconsumptie, bedrijfsinvesteringen, en woninginvesteringen in Nederland alle groter zijn dan het geval is in België, Duitsland, Oostenrijk, Denemarken en Frankrijk, terwijl de fluctuatie van invoer alleen in Denemarken groter is. Van de zes onderzochte componenten van het nationaal inkomen is alleen de uitvoer in de Nederlandse economie bovengemiddeld stabiel. De volatiliteit wordt dus vooral veroorzaakt door binnenlandse factoren, wellicht verbonden met de gefinancierde structuur van de Nederlandse economie (zie ook Lukkezen en Elbourne, 2015).

De schommelingen worden versterkt door balanseffecten. Een eerste factor zijn de pensioenbesparingen (ongeveer twee maal het bbp), de hoogste wereldwijd na Denemarken. Conditie op de financiële markten vertalen zich sterk in pensioeninkomens en daarmee op spaar- en consumptiekeuzes. Een tweede factor zijn de huizenprijzen, in combinatie met de schulden. Spiegelaar en Lennartz (2018) berekenen dat Nederlandse woningeigenaren met een hypotheek tussen 2014 en 2016 ongeveer 4 cent consumeerden van elke euro waardeverhoging van hun huis, in totaal bijna 1.100 euro extra consumptie. Teulings en Zhang (2019) vinden dat hoge schulden de gevoeligheid vergroten bij huizenprijzdalingen. Zij schatten dat huishoudens met hoge hypotheekschulden hun uitgaven tijdens de recessie tot 2013 met 6% verminderden. Destabiliserende effecten lopen verder via leenrestricties en de balansen van banken die op vastgoedmarkten actief zijn.

### **1.4 ACHTERBLIJVENDE INVESTERINGEN EN LOONGROEI**

De toename van bedrijfsinkomen uit vermogen (zie figuur 1) heeft effecten op investeringen en mogelijk ook lonen. Tori en Onaran (2018) vinden voor een sample van 2,881 bedrijven in 14 Europese landen (waaronder Nederland) voor 1995-2015 dat bedrijven met meer inkomen uit vermogen minder investeren in vaste activa. Het negatieve effect is significant voor grote bedrijven, maar niet voor kleine bedrijven in de sample. Het is bovendien sterker in landen met grotere financiële sectoren, zoals Nederland. Tori en Onaran (2018) vinden ook dat bedrijven die meer betalen aan vergoedingen voor financieel kapitaal (rente plus dividend), minder investeren in vaste activa (zie ook Iyer et al., 2017; VanDalsem, 2019; Elgouacem en Zago, 2020).

De cijfers stemmen hiermee overeen. In Nederlandse niet-financiële vennootschappen waren de betalingen aan rente plus dividend gedurende 2005-2015 ongeveer dubbel zo hoog als in 1995-2005. De totale winstuitkeringen omvatten naast dividenden nog inkoop van eigen aandelen, die niet in figuur 1 zijn opgenomen. Er is hier

geen ruimte voor bespreking van de uitgebreide literatuur waarin inkoop van eigen aandelen als efficiënt verdedigd wordt; voor kritische discussies, zie Mason (2015) en Almeida et al. (2016). In 2018 werd door Nederlandse bedrijven in de AEX en Midkap voor meer dan 19 miljard euro aan eigen aandelen ingekocht, een record sinds het vorige van 2007 (Motké en Kakebeeke, 2019). Alleen deze inkopen vertegenwoordigen al een kwart van de dividenden van alle niet-financiële bedrijven.

Het lijkt daarom veilig aan te nemen dat sinds de dividenden in 2013 op een hoog niveau kwamen (gemiddeld 86% van de winst), de totale winstuitkeringen groter zijn geweest dan de winst. Het aandeel van investeringen in de winst van Nederlandse niet-financiële vennootschappen daalde intussen licht, van 85% tussen 1995 en 1999 naar 82% tussen 2015 en 2019, maar met een forse daling in de tussenliggende jaren, terwijl dividenden ook toen bleven stijgen (CBS, 2021b; zie ook Boonen, 2017). Uit een recent rapport voor de Europese Commissie blijkt dat in de onderzochte Nederlandse bedrijven in 2016-2018 gemiddeld 80% van het netto inkomen aan winstuitkeringen besteed werd, dubbel zoveel als in Duitsland (40,2%). Het Nederlandse percentage is ook hoog vergeleken met het gewogen gemiddelde voor de 16 onderzochte Europese landen van 55% (EY, 2020).

Ook de beloning van werknemers afgezet tegen de winst daalde licht, van 2,7 over 1995-1999 naar 2,5 over 2015-2019 (met een daling tot 2,0 over 2003-2008). De verhouding van dividenden en de beloning van werknemers steeg van 0,11 in 1995 naar 0,31 in 2019 (CBS, 2021b); dit is nog afgezien van inkoop van eigen aandelen.

## **1.5 ONGELIJKHEID IN BEZIT EN INKOMEN**

Het perspectief van financialisering werpt de vraag op, of deze verschuiving in de verdeling van beloningen nu echt de respectievelijke bijdragen van vermogensbezitters en werknemers aan de productie weerspiegelt, zoals de theorie leert. De groei van rents impliceert dat dit steeds minder zo is. Ongelijkheid in inkomen wordt daarmee problematisch vanuit efficiëntieperspectief. Ze is nauw verbonden met ongelijkheid in bezit, omdat vermogensinkomen een belangrijke oorzaak is van toenemende inkomensongelijkheid (Frassdorf et al., 2011; Roine en Waldenstrom, 2012; Kus, 2012; Denk en Cournede, 2015; Adam en Tzamourani, 2015; Cihak en Sahay, 2020).

Omdat schuldenvrij vermogensbezit geconcentreerd is bij de hogere inkomens (met name geldt dit voor aandelen), leiden stijgende vermogensprijzen met stijgende schulden en een toenemende rol van vermogensinkomens tot grotere ongelijkheid in de verdeling van zowel bezit als inkomen. De Gini-coëfficiënt voor bezit in Nederland is zeer hoog; tussen de 0,8 en 0,9, afhankelijk van de bezitsdefinitie (CBS). De cijfers onderschatten wellicht de ongelijkheid. Toussaint et al. (2020) betogen dat aanmerkelijk belang erin meegenomen moet worden, en komen dan uit op een vermogensaandeel van de top 1% van 32%; dit is 25% zonder correctie.

Deze ongelijkheid wordt slecht weerspiegeld in de Gini-coëfficiënt voor inkomen

van 0,29 (CBS), die laag is in internationaal perspectief. Ook naar andere maatstaven steeg de ongelijkheid slechts licht tijdens de decennia dat financialisering relevant werd. Het aandeel van de hoogste 10% van de inkomens vóór belasting nam sinds 1980 toe van 26% naar 29% in 2015, het aandeel van de laagste 50% nam af van 27,6% naar 23,5% (WID, 2015). Maar juist de dynamiek van vermogens, waar het in financialisering om draait, blijft hier buiten beschouwing. Metten (2020) corrigeert voor vermogenswinsten en belastingregels die vermogensinkomen verhullen, en vindt dat de basisklasse in zijn analyse (die minder dan 16.000 euro bezit) 34 maal zo weinig bezit als de hoogste klasse; in de ongecorrigeerde CBS-cijfers is dit 11 maal.

## 1.6 CONCLUSIES

De conclusie van deze bijdrage is dat de cijfers in overeenstemming zijn met het idee dat Nederland gefinancialiseerd is, gemeten naar vier maatstaven: een hoog aandeel van de financiële sector in de toegevoegde waarde; hoge en stijgende beloningen in de financiële sector; hoge waarden voor schulden en bezittingen; en bedrijfsinkomsten die in toenemende mate uit financiële activiteiten komen. Het is plausibel dat dit negatieve gevolgen heeft voor investeringen, lonen, stabiliteit, ongelijkheid in bezit en vermogen, de verdeling van talent en – niet in de laatste plaats – het politiek-economische proces.

Het perspectief van financialisering lijkt mogelijk antwoorden te bieden op de macro-economische ‘puzzels’ die in de inleiding werden genoemd. Expansie van krediet, financiële dienstverlening en vermogensmarkten kunnen leiden tot afnemende investeringen en productiviteit, een dalend aandeel van lonen in het nationaal inkomen, en structureel lage groei. Overvloedige geldschepping door kredietverlening drukt de rente. Omdat dit geld vanwege ‘schuldverschuiving’ vooral op vermogensmarkten terecht kwam, kon (althans tot de recente episode met plotselinge uit de pan rijzende inflatie) de inflatie laag blijven. Snappen we de economie nog? Alleen, zo lijkt het, als financialisering serieus genomen gaat worden.

Beleid om financialisering te bestrijden valt buiten de focus van dit artikel. Hervorming van de arbeidsmarkt en het belastingstelsel spelen hierbij een centrale rol. Voorstellen hiertoe worden gedaan in Bezemer (2020).

## LITERATUURLIJST

- Adam, K. and P. Tzamourani (2015). Distributional consequences of asset price inflation in the Euro Area, CEPR Discussion Papers No. 10897, Centre for Economic Policy Research.
- Almeida, H, V. Fos en M. Kronlund (2016). The real effects of share repurchases, *Journal of Financial Economics*, 119, pp. 168 – 185.
- Arcand, J., E. Berkes en U. Panizza (2015). Too Much Finance?, *Journal of Economic Growth*, 20, pp. 105–148.
- Arrighi, G. (1994). *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times*, Verso.
- Assa, J. (2016). *The Financialization of GDP: Implications for Economic Theory and Policy*, London: Routledge.
- Bavel, van, B. en W. Salverda (2014). Vermogensongelijkheid in Nederland, *Economisch-Statistische Berichten*, 99 (4688), pp. 392–395.
- Beck, T, B. Büyükkarabacak, K. Felix, K. Rioja en N. Valev (2012). Who Gets the Credit? And Does It Matter? Household vs. Firm Lending Across Countries, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 12 (1), pp. 1–44.
- Beck, T., H. Degryse en C. Kneer (2014). Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems, *Journal of Financial Stability*, 10, pp. 50–64.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt en R. Levine (2007). Finance, inequality and the poor, *Journal of Economic Growth*, 12 (1), pp. 27–49.
- Bezemer, D.J. (2014). Schumpeter might be right again: the functional differentiation of credit, *Journal of Evolutionary Economics*, 24 (5), pp. 935–950.
- Bezemer, D.J. (2020). *Een land van kleine buffers: Er is genoeg geld, maar we gebruiken het verkeerd*, Amsterdam: Pluim.
- Bezemer, D. (2021). Financialisering kan verklaring zijn voor macroeconomische ‘puzzels’, *ESB*, 106 (4795S), pp. 78–85.
- Bezemer, D.J., M. Grydaki en L. Zhang (2016). More Mortgages, Lower Growth?, *Economic Inquiry*, 54 (1), pp. 652–674.
- Bezemer, D.J. en M. Hudson (2016). Finance is not the Economy: Reviving the Conceptual Distinction, *Journal of Economic Issues*, 50 (3), pp. 745–768.
- Bezemer, D.J. en J. Muysken (2015). Dutch Financial Fragilities, WRR Working Paper nr. 13, Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.
- Bezemer D.J. en L. Zhang (2017). De macro-economische gevolgen van hypotheekschuld, *Economisch-Statistische Berichten*, 102 (4749S), pp. 61–68.
- BIS (2021). Credit to the non-financial sector data, updated 7 December 2020. <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.
- Boonen, A (2017). Onrustbarende onbalans: stijgende winsten en haperende investeringen, *Me Judice*, 26 april. Beschikbaar via <https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/onrustbarende-onbalans-stijgende-winsten-en-haperende-investeringen>.

- Boot, A.W.A. en A.V. Thakor (2000). Can relationship banking survive competition?, *The Journal of Finance*, 55 (2), pp. 679-713.
- CBS (2019). Het achterblijven van de consumptie bij het bbp, 2008-2018, Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek. Beschikbaar via <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2019/34/consumptie-blijft-achter-bij-economische-groei>.
- CBS (2021a). Beloning en arbeidsvolume van werknemers; kwartalen, nationale rekeningen. Gewijzigd op: 16-2-2021.
- CBS (2021b). Lopende transacties; sectoren, nationale rekeningen: niet-financiële vennootschappen: middelen, bestedingen en saldi, 1995-2019. Gewijzigd op: 24 december 2020.
- CBS (2021c). Lopende transacties; sectoren, nationale rekeningen: huishoudens: middelen, bestedingen en saldi, 1995-2019.
- Cecchetti, S. en E. Kharroubi (2015). Why does financial sector growth crowd out real economic growth?, BIS working paper 490, Basel: Bank for International Settlements.
- Chang, M en E. Jones (2012). Belgium and the Netherlands: Impatient Capital. In: *Framing Market-Based Banking and the Financial Crisis*, I. Hardie and D. Howarth (Eds.), Oxford: Oxford University Press, pp. 79-102.
- Christophers, B. (2011). Making finance productive, *Economy and Society*, 40 (1), pp. 112-140.
- Cihak, M. en R. Sahay (2020). Finance and Inequality, IMF Staff Discussion Notes, januari.
- Coricelli, F., N. Driffield, S. Pal en I. Roland (2012). When does leverage hurt productivity growth? A firm-level analysis, *Journal of International Money and Finance*, 31 (6), pp. 1674-1694.
- CPB (2017). Assets and liabilities of Dutch non-financial firms, CPB Communication | 2017, August 23, Den Haag: CPB.
- Denk, O. en B. Cournede (2015). Finance and income inequality in OECD countries, Economics Department Working Papers 1224, Parijs: OESO.
- DNB (2018). Consumptie in Nederland hangt sterk samen met de huizenprijs, DNBulletin, 25 januari, Amsterdam: DNB.
- DNB (2020). Huizenprijs hangt meer samen met financieringsruimte koper dan met woningtekort. DNB Bulletin, 16 juli, Amsterdam: DNB.
- DNB (2104). Naar een betrouwbare winstmaatstaf voor het bedrijfsleven, DNB Bulletin, 4 december, Amsterdam: DNB.
- DNB (2016). Overzicht Financiële Stabiliteit, Oktober, Amsterdam: DNB.
- DNB (2021). Kernindicatoren monetaire statistieken. Statistieken > Dashboards > Woninghypotheeken. Beschikbaar via <https://statistiek.dnb.nl/downloads/index.aspx#/details/kernindicatoren-monetaire-statistieken-maand/dataset/b698ca40-9cae-435b-954e-4fe2c5651370/resource/a8df8430-d941-4706-907b-efd5a9c0b00>.
- Elgouacem A. en R. Zago (2020). Share Buybacks, Monetary Policy and the Cost of Debt, BdF Working papers 773, Parijs: Banque de France.

- Epstein, G.A. (2005). *Financialization and the World Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- EY (2020). Study on directors' duties and sustainable corporate governance. EY report to the European Commission, juli. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/doing-business-eu/company-law-and-corporate-governance\\_en#studies](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/doing-business-eu/company-law-and-corporate-governance_en#studies)
- Farooqar, R. (2016). *Makers and Takers: The Rise of Finance and the Fall of American Business*, New York: Crown Publishing
- Favara, G. en J. Imbs (2015). Credit Supply and the Price of Housing, *American Economic Review*, 105 (3), pp. 958-992.
- Fougère, D, R. Lecat en S. Ray (2017). Real estate and corporate investment: theory and evidence of heterogeneous effects across firms, BdF Working papers Nr. 626, Parijs: Banque de France.
- Frassdorf, A., M. Grabka en J. Schwarze (2011). The impact of household capital income on income inequality – a factor decomposition analysis for UK, Germany and the USA, *The Journal of Economic Inequality*, 9 (1), pp. 35–56.
- Greenwood, R. en D. Scharfstein (2013). The growth of finance, *Journal of Economic Perspectives*, 27 (2), pp. 3-28.
- Gupta, R en I. Hacamo (2018). Early Career Choices of Superstar Entrepreneurs, Kelley School of Business Research Paper Nr. 18-18.
- Gurley, J. en E. Shaw (1955). Financial Aspects of Economic Development, *The American Economic Review*, 45 (4), pp. 515-538.
- Hemmerlé, Y. (2019). Nederlandse economie volatieler dan van buurlanden, *Economisch-Statistische Berichten*, 4778, pp. 488-490.
- Idenburg, A. (2019). Aandeel financiële sector in de economie, WRR Working Paper 35, Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.
- Iyer, S, H. Feng en R. Rao (2017). Payout Flexibility and Capital Expenditure, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49 (3), pp. 633-659.
- Jorda, O., M. Schularick en A.M. Taylor (2016). The great mortgaging: Housing finance, crises and business cycles, *Economic Policy*, 31 (85), pp. 107–115.
- Juselius, M. en M. Drehmann (2020). Leverage Dynamics and the Burden of Debt, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 82 (2), pp. 347-343.
- King, R. en R. Levine (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right, *Quarterly Journal of Economics* 108 (3), pp. 717–737.
- Kneer, C. (2013). Finance as a Magnet for the Best and Brightest: Implications for the Real Economy, De Nederlandsche Bank Working Paper No. 392, September 2013.
- Krippner, G. (2005). The Financialisation of the American Economy, *Socio-Economic Review*, 3 (2), pp. 173–208.
- Kus, B. (2012). Financialisation and income inequality in OECD nations: 1995-2007, *Economic and Social Review*, 43 (4), pp. 477–495.
- Law, S.H., A. Kutan en N. Naseem, (2018). The role of institutions in finance curse: Evidence from international data, *Journal of Comparative Economics*, 46 (1), pp. 174-191.

- Law, S.H. en N. Singh (2014). Does too much finance harm economic growth?, *Journal of Banking & Finance*, 41, pp. 36–44.
- Lukkezen, J. en A. Elbourne (2015). De Nederlandse consumptie: goede tijden, slechte tijden, Den Haag: Centraal Planbureau (CPB), *CPB Policy Brief* 2015 (3).
- Mader, P, D. Mertens en N. van der Zwan, (2020). Financialization: An Introduction, *The Routledge International Handbook of Financialization*, Londen: Routledge 2020.
- Mason, J. (2015). *Understanding Short-Termism: Questions and Consequences*, New York: Roosevelt Institute.
- Meijers, H, J. Muysken en O. Sleijpen (2014). The deposit financing gap: Another Dutch disease, Maastricht University, UNU-MERIT Working paper 2014-71.
- Metten, A. (2020). Statistische keuzes vegen helpt inkomensongelijkheid onder het tapijt. *Economisch-Statistische Berichten*, 105 (4785), pp. 231–233.
- Motké, S. en P. Kakebeeke (2019). Nederlandse bedrijven naderen record aandeleninkoop, *Het Financieele Dagblad* (markten), 9 mei, p. 31.
- OESO (2015). Non-Financial corporations debt to surplus ratio. Beschikbaar via <https://data.oecd.org/corporate/non-financial-corporations-debt-to-surplus-ratio.htm#indicator-chart>.
- Offer, A. (2017). The Market Turn: From Social Democracy to Market Liberalism, *The Economic History Review*, 70 (4), pp. 1051–1071.
- Parlevliet, J. en T. Kooiman (2015). De vermogensopbouw van huishoudens: is het beleid in balans?, DNB Occasional Studies 13 (1).
- Philippon, T. en A. Reshef (2012). Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909–2006, *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (4), pp. 1551–1609.
- Roine, J. and D. Waldenström (2012). On the role of capital gains in Swedish income inequality, *Review of Income and Wealth*, 58 (3), pp. 569–587.
- Samarina, A. en D.J. Bezemer (2016). Do capital flows change domestic credit allocation?, *Journal of International Money and Finance*, 62, pp. 98–121.
- Schularick, M. en A. Taylor (2012). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870—2008, *American Economic Review*, 102 (2), pp. 1029–1061.
- Schumpeter, J. (1934). *The theory of economic development*, New York: Harvard University Press.
- SER (2013). Nederlandse economie in stabiel vaarwater, Den Haag: Sociaal Economische Raad, april.
- Spiegelhaar, L. en C. Lennartz (2018). Consumptie van woningeigenaren reageert sterk op stijging huizenprijzen, vooral in Noord-Holland, Themabericht Rabobank, RaboResearch – Economisch Onderzoek, 22 augustus. Beschikbaar via <https://economie.rabobank.com/publicaties/2018/augustus/consumptie-woningeigenaren-reageert-sterk-op-stijging-huizenprijzen/>.
- Teulings, R. en L. Zhang (2019). Huishoudens met hoge hypotheek bezuinigen tijdens een recessie. CPB Notitie, april. Beschikbaar via <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/cpb-notitie-consumptie-oplegger-ESB.pdf>.



- Tilburg, R. van (2012). *Het Financiële Overgewicht van Nederland*. Amsterdam: Stichting Onderzoek Multinationale Ondernemingen (SOMO).
- Tilburg, R. van, H. Benink, D. Bezemer, A.W.A. Boot, C. Kool en D. Schoenmaker (2018). De lessen van de crisis van 2008: zijn ze geleerd en in de praktijk gebracht?, Utrecht: Sustainable Finance Lab. Beschikbaar via <https://sustainablefinancelab.nl/wp-content/uploads/sites/334/2018/06/SFL-achtergrondnotitie-10-jaar-later.pdf>.
- Tilburg, R. van en F. Weyzig (2014). Een schuldbewust land: Naar een stabiel en duurzaam Nederland, Utrecht: Sustainable Finance Lab.
- Tori, D. en O. Onaran (2018). Financialization, financial development, and investment. Evidence from European non-financial corporations, *Socio-Economic Review*, 18 (3), pp. 681–718.
- Toussaint, S., B. van Bavel, W. Salverda en C. Teulings (2020). Nederlandse vermogens schever verdeeld dan gedacht, *Economisch-Statistische Berichten*, 105 (4789), pp. 438–441.
- VanDalsem, S.A. (2019). Sacrificing corporate investment for stock repurchases: Are family firms different?, *Journal of Economics and Business*, 104, 105837.
- WID (2015). World Inequality Database, laatste waarneming 2015, bezocht 24 januari 2021. Beschikbaar via <https://wid.world/>.
- WIOD (2016). World Input-Output Database, Beschikbaar via <http://www.wiod.org>.
- Wolf, M, K. Haar en O. Hoedeman (2014). The Fire Power of the Financial Lobby. A survey of the size of the financial lobby at the EU level, Corporate Europe Observatory (CEO), Austrian Federal Chamber of Labour en The Austrian Trade Union Federation (ÖGB), april. Beschikbaar via [https://corporateeurope.org/sites/default/files/attachments/financial\\_lobby\\_report.pdf](https://corporateeurope.org/sites/default/files/attachments/financial_lobby_report.pdf).
- WRR (2016). Samenleving en financiële sector in evenwicht, Rapporten aan de regering; Nr. 96, Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.
- WRR (2019). Geld en schuld: De publieke rol van banken, Rapporten aan de regering; Nr. 100, Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.
- Zwan, van der, N. (2014). Making Sense of Financialization, *Socio-Economic Review*, 12 (1), pp. 99–129.



## 2 NAAR EEN DUURZAAM ECONOMISCH PARADIGMA†

*Kees Cools*

### 2.1 INLEIDING

Er zijn vele vormen van kapitalisme, zoals vroegkapitalisme, hoogkapitalisme, laatkapitalisme, staatskapitalisme, monopoliekapitalisme, anarcho-kapitalisme, mercantilisme, sociale markteconomie, roofookapitalisme, financieel kapitalisme, industrieel kapitalisme, stakeholderskapitalisme en zelfs roze kapitalisme. Deze bijdrage richt zich op het aandeelhouderskapitalisme, het paradigma wat sinds de jaren zeventig van de vorige eeuw dominant is in de westerse wereld, zowel in de economische wetenschap als in het (grote) bedrijfsleven (De Jong et al., 2017; Bezemer et al., 2017).

Sinds de financiële crisis ligt het aandeelhouderskapitalisme echter meer en meer onder vuur, zowel in de economische wetenschap als in de politiek en breder in de samenleving. Er is een roep ontstaan naar open ondernemingen die zich bewust zijn van hun maatschappelijke en economische verantwoordelijkheid, als deelnemers in een wereldwijde polis. Maar de geschiedenis leert ons dat een overgang naar een ander paradigma geen gemakkelijke stap is. Voldoende reden om dat aandeelhouderskapitalisme onder de loep te nemen en een antwoord te zoeken op vragen als: hoe ziet dat paradigma eruit? Hoe is het ontstaan? Waarom wordt het in toenemende mate bekritiseerd en wat zeggen het bedrijfsleven, de politiek en de economische wetenschap? Wat zijn mogelijke alternatieven voor een volgend paradigma?

### 2.2 DE ONTWIKKELING VAN AANDEELHOUDERSKAPITALISME

#### 2.2.1 *Stakeholderskapitalisme tot aan de jaren tachtig*

Het begrip aandeelhouderskapitalisme, waarin we ondernemingsbestuurders als zetbazen van de aandeelhouders zien, zou historisch diepgeworteld zijn in het Amerikaanse bedrijfsleven. Dat is niet het geval. De grootste worsteling na de geboorte van de beursgenoteerde onderneming (*corporation*) aan het eind van de negentiende eeuw was hoe leiding en kapitaal te scheiden. Bij één aandeelhouder is het evident dat

---

† Dit artikel is mede gebaseerd op Claassen en Cools (2021), Cools (2021; 2022) en Cools, Ter Haar en De Keijzer (2021).

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 tienduizend 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* vooropzetten, 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 ruiterslijk 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.

## 2.2.2 Omslag door wiskundig 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 Friedman’s 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 Friedman’s gebrekkige en ideologisch gedreven stellingname werd deze zes jaar later overgenomen door de economen 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 meest 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”*.

Een belangrijke 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 – is vele malen lastiger. 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 partiële 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).

### 2.2.3 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.”* (The Business Roundtable, 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 paplepel 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 opnieuw gecreëerd. 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).

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, 2016).

#### 2.2.4 Maatschappelijke ontwikkelingen

Het (aandeelhouders)kapitalisme ondervindt echter sinds enige tijd meer en meer kritiek, niet alleen in Europa maar ook in de VS. Niet alleen bij werknemers, maar ook bij CEO’s (zoals Paul Polman, Feike Sijbesma, Peter Bakker en de onlangs overleden Kees van Ledde) en ook bij aandeelhouders zoals Larry Fink van ’s werelds grootste investeringsmaatschappij Blackrock. Die kritiek komt niet alleen vanuit ‘de linkse kerk’, maar ook van rechts van het politieke midden; niet alleen van maatschappelijke ngo’s, maar ook van conventionele internationale instellingen als het Internationaal Monetair Fonds, de Wereldbank en de Wereldhandelsorganisatie; niet alleen van gedragseconomen, maar ook van (neo)klassieke economen; en niet alleen van jongeren, maar ook van ouderen.

Die kritiek op het aandeelhouderskapitalisme komt niet uit de lucht vallen. Inkomens- en vermogensongelijkheid nemen steeds verder toe (Alvaredo et al., 2018). De monopoliekracht van grote bedrijven – met name van *Big tech, big pharma, big banks* – wordt steeds groter (IMF, 2019). Salarisverhoudingen van CEO’s ten opzichte van de gemiddelde werknemer nemen groteske proporties aan (Mishel en Wolfe, 2019). En de politieke macht van grote ondernemingen is groter dan die van alle burgers tezamen (Gilens en Page, 2014). Winst is voor de meeste bedrijven nog steeds leidend, niet hun maatschappelijke verantwoordelijkheid – en vele multinationals betalen nauwelijks belasting (Dover et al., 2015). De klimaatcrisis is grotendeels veroorzaakt doordat de klimaat- en andere externe kosten niet in de marktprijzen zijn meegenomen, maar afgewenteld worden op de samenleving. Sterker nog; het afwentelen van kosten op de maatschappij leidt tot hogere winsten, en wordt op kapitaalmarkten daarom juist beloond, niet afgestraft. Het maatschappelijk disfunctioneren van het grootbedrijf is tijdens de coronacrisis nog eens extra zichtbaar geworden. Zo hadden de 32 meest winstgevendende bedrijven van de wereld tot september 2020 94% van hun 195 miljard dollar winst uitgekeerd aan aandeelhouders en 0,5% ervan besteed aan COVID-19 (Oxfam International, 2020). Doordat het aandeelhouderskapitalisme meer en meer ter discussie staat, zijn er veel ideeën ontstaan om het tij te keren en de markt en het bedrijfsleven op een andere leest te schoeien. In de volgende hoofdstukken wordt in kaart gebracht hoe het bedrijfsleven, de politiek en de economische wetenschap afscheid zeggen te nemen van het aandeelhoudersparadigma.

## 2.3 IS HET BEDRIJFSLEVEN KLAAR VOOR EEN NIEUW PARADIGMA?

### 2.3.1 Het Amerikaanse bedrijfsleven

In de jaren negentig werd het aandeelhoudersparadigma door de Amerikaanse elite nog officieel omarmd. De eerder genoemde Business Roundtable verklaarde in 1997, geheel anders dan in 1981: “[...] *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*” (Business Roundtable, 1997).

Maar inmiddels is er in de VS meer weerstand tegen het aandeelhouderskapitalisme. 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 Business Roundtable-CEO’s in augustus 2019 plechtig het einde aankondigden van het Amerikaanse aandeelhoudersparadigma. 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 Business Roundtable-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 of zij het toekomstperspectief. Zoals verwacht leggen Amerikaanse CEO’s primair verantwoording af aan hun aandeelhouders: 87% van de Business Roundtable-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 4% richtte zich tot minstens één andere stakeholder, en de resterende 9% 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 – 4% van het totaal – zich uitsluitend tot hun aandeelhouders. En zelfs in het Verenigd Koninkrijk, het meest aandeelhouders-georiënteerde Europese land, legde slechts 8% van de CEO’s (2 van de 25) uitsluitend aan hun aandeelhouders verantwoording af.



Men zou verwachten dat in de jaarverslagen van 2019, een half jaar gepubliceerd na het Business Roundtable-statement, de Amerikaanse CEO-brieven ook een Europees stakeholder-beeld 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: de Bank of America en de 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% 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 Business Roundtable-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 waarmaken? 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 Business Roundtable-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% 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.

### *2.3.2 Het Nederlandse bedrijfsleven*

Wat is de situatie in het Nederlandse bedrijfsleven, waarom zouden de ontwikkelingen hier anders zijn? En hoe groot is nu werkelijk het verschil tussen het door Europeanen verketterde aandeelhouderskapitalisme en het eigen hooggeprezen stakehouderskapitalisme? Nederlandse CEO's staan immers onder dezelfde maatschappelijke druk als hun Amerikaanse collega's.

De lakmoesproef daarbij is hoeveel Nederlandse ondernemingen beslissingen nemen ten faveure van bepaalde stakeholders, die ten koste gaan van het aandelenrendement. Dat komt vrijwel nooit voor. 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 en overgang naar een ander paradigma is ook in Nederland nauwelijks sprake.

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 stakeholders model is fundamenteel een economisch aandeelhouders model 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 vrijwel onmogelijk is voor een beursgenoteerde onderneming om een echt duurzame strategie te hanteren. 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 CO<sub>2</sub>-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 margarine divisie 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 aandeelhouders model ten koste gaat van maatschappelijke belangen wordt in de Nederlandse samenleving weliswaar meer en meer onderkend, maar nauwelijks in het bedrijfsleven. In 2020 vroegen 25 hoogleraren ondernemingsrecht hier aandacht voor (Winter et al., 2020). Ze kozen ervoor om te proberen het gedrag van bedrijven te sturen middels een voorzichtige eerste stap, een wettelijk vastgelegde open norm die de zorgplicht en (maatschappelijke) verantwoordelijkheid van ondernemingen zou moeten garanderen. Niettemin konden prominente ondernemingsbestuurders zich niet vinden in dit voorstel of vonden een juridische route niet de juiste weg, getuige een artikel in het *Financieele Dagblad* over dit voorstel, getiteld “Bedrijfselite voelt niets voor wettelijk vastgelegd ‘goed gedrag’” (FD, 2020). In 2021 heeft de minister van justitie, mede onder druk van een sterke bedrijvenlobby, aangegeven geen noodzaak te zien tot de invoering van een dergelijke zorgplicht en Europese initiatieven te willen afwachten.

In januari 2021 publiceerden werkgeversorganisaties VNO-NCW en MKB-Nederland “Ondernemen voor brede welvaart”, de nieuwe Visie 2030, met als doel “de kloof met de maatschappij te dichten” door een “duurzame en inclusieve samenleving te waarborgen”, onder meer door werknemers vaker te laten meedelen in de winst. In de jaren daarna heeft dat echter geen handen en voeten gekregen. In plaats daarvan trad de voorzitter van VNO-NCW op de voorgrond met klachten over het coronabeleid voor ondernemingen (“niet ondernemers zijn geholpen, maar werknemers”), over onvoldoende aandacht in de miljoenennota 2022 voor bedrijven (bijv. geen aandacht voor kostenstijgingen of voor de positie van energie-intensieve bedrijven), of over “de vrije val van het vestigingsklimaat” in ons land. En begin 2023 besloot

de regering onder druk van het grote bedrijfsleven en de lobby van VNO-NCW om weliswaar subsidies te blijven verstrekken aan het bedrijfsleven om een duurzame economie op gang te brengen, maar geen spelregels op te leggen aan niet-duurzame praktijken in de waardeketen van toeleveranciers. VNO-NCW vond de voorstellen in het betreffende initiatiefwetsvoorstel te streng en zei te willen wachten op EU-regelgeving. Boot en Schoenmaker betitelden dat als zonnebloemkapitalisme (“bedrijven die zich “als zonnebloemen richten op het subsidie-manna uit Den Haag”) en als de “super-calimerokaart” die grote bedrijven trekken met hun onterechte angst voor achterstand op bedrijven in landen die het minder nauw nemen met duurzaamheid (Boot en Schoenmaker, 2023).

Een andere indicatie dat niet alleen in de VS maar ook in Nederland het bedrijfsleven niet in praktijk brengt wat met de mond beleden wordt is een rapport van Milieudefensie over het klimaatbeleid van grote ondernemingen. Door New Climate Institute werden in opdracht van Milieudefensie de 30 grootste vervuilende bedrijven in Nederland onderzocht. In tegenstelling tot de verklaringen van de bedrijven zelf bleken de 30 grootste vervuilende ondernemingen allen een onvoldoende te scoren op de zogenaamde klimaatcrisis-index en ontbraken concrete klimaatplannen die aangeven hoe de men aan de klimaatdoelstellingen zal gaan voldoen.

Dat duurzaamheidsclaims van ondernemingen vaak niet veel meer zijn dan marketingcampagnes om een duurzaamheidsimago te creëren blijkt ook uit een recente EU-studie (Europese Commissie, 2021) naar ‘groenwassen’ (*greenwashing*). Die studie concludeert dat 42% van de groene claims op websites van ondernemingen volstrekt ongegrond of frauduleus is. Als het bedrijfsleven nog weinig concrete stappen zet op weg naar een nieuw economisch paradigma, ligt dat dan misschien anders in de vaderlandse politiek?

## **2.4 IS DE POLITIEK KLAAR VOOR EEN NIEUW PARADIGMA?**

Om een indruk te krijgen of de Nederlandse politiek klaar is voor een nieuw economisch paradigma heb ik in 2021 samen met Rutger Claassen de programma’s van VVD, PVV, D66, CDA, GroenLinks, PvdA, CU en SP voor de Tweede Kamerverkiezingen geanalyseerd op thema’s als kapitalisme, bedrijfsleven, ondernemingsbestuur en winstbelasting (Claassen en Cools, 2021).

### *2.4.1 Openingsretoriek*

Allereerst hebben we de openingsretoriek in de verkiezingsprogramma’s onderzocht. Door alle partijen wordt er een sterk signaal afgegeven over scheuren in de kapitalistische economie. Alle partijen, inclusief de VVD, pleiten nu voor een sterke(re) overheid, benadrukken dat bedrijven de samenleving moeten dienen, en zijn kritisch over de vrije markt. De VVD vindt dat “de overheid de rafelranden van het kapita-

lisme actief bij [zal] moeten schaven”, en dat de balans moet worden hersteld tussen “winst maken en de samenleving dienen”. Het CDA pleit voor het Rijnlandse model, zonder dit verder te definiëren, en constateert een stille revolutie in de vorm van de “coöperatieve samenleving”; een economie die niet draait om concurrentie en eigenbelang, maar waarbij mensen initiatieven ontplooiën zodra ze denken zelf iets beter te kunnen dan de overheid of de markt. De CU stelt dat “*het vrijemarktkapitalisme voor een deel is losgeslagen van zijn ankers [...] en te veel en te vaak ontaard is in sprinkhaankapitalisme*”, terwijl ze eveneens pleit voor een herwaardering van het Rijnlandse model. GroenLinks en de PvdA willen afscheid nemen van het aandeelhouderskapitalisme. GroenLinks wil als alternatief bouwen aan een “democratische economie”, en de PvdA kiest voor “samenwerking in plaats van kille concurrentie”. D66 spreekt van ongebreidelde marktwerking die leidt tot een ongelijke welvaart, ongelijkheid in kansen en zeggenschap, en tot steeds grotere machtsconcentraties. Zij wil daarom een “nieuw progressief kapitalisme, met markten die werken voor iedereen.” Kortom, aan mooie woorden geen gebrek, en er is bovendien sprake van een breuk met het verleden. CDA en PvdA zijn de enige partijen die ook in 2017 over deze thema’s iets opmerkten. Vrij plotseling is er nu een Kamerbrede scepsis over marktwerking en geloof in een sterke overheid. Dit is opmerkelijk, aangezien er de afgelopen vier jaren geen grote ongelukken zijn gebeurd in het economische systeem. Blijkbaar hebben al langer lopende zorgen over klimaat, ongelijkheid, machtsconcentraties en dergelijke zich opgehoopt, en resulteren ze nu in een collectieve heroverweging.

#### 2.4.2 Concrete maatregelen

Maar wordt er ook boter bij de retorische vis geleverd? We liepen de programma’s na op zes thema’s die raken aan marktmacht en bedrijfsleven.

#### **MARKTMACHT EN MEDEDINGING**

Wat betreft het thema marktmacht pleiten VVD en D66 voor een sterkere rol voor de overheid als marktmeester, om machtsconcentraties en misbruik van klanteninformatie te voorkomen. Zo wil de VVD geen versoepeling van het Europese mededingingsrecht (“Europese kampioenen”), maar een interne markt waarin concurrentie centraal staat. Ook wil ze meer bevoegdheden voor de Autoriteit Consument & Markt om dominante marktposities te voorkomen, en komt ze met maatregelen tegen de dominantie van Big tech. In het kader van verduurzaming, wil D66 wel samenwerking toestaan tussen bedrijven waar dit nodig is. Het is opvallend dat bij de andere partijen mededinging nauwelijks aandacht krijgt. Het past natuurlijk goed bij liberale partijen om de concurrentie te bewaken, maar toch zou men ook van linkse partijen verwachten dat ze marktmacht willen bestrijden. De PvdA noemt wel het belang van een sterke marktmeester, en wil “aanpassing van de Europese aanbesteding- en mededingingsregels waarbij mensen en planeet centraal staan” maar werkt dit niet verder uit. Bij GroenLinks, CU, CDA en SP is er zelfs nog minder aandacht voor marktmacht

en mededinging. Met uitzondering van de techbedrijven, waarvoor vrijwel alle partijen wel specifieke maatregelen in gedachten hebben, variërend van ‘opbreken’ (PvdA en CDA) tot invoering van een digitaks (VVD, CDA, GroenLinks en SP).

#### **OVERHEIDSINVESTERINGEN**

Een belangrijke vraag wat betreft de reikwijdte van de vrije markt is de rol van de staat bij het investeren in innovatie. Onder het kopje “De ondernemende staat” ziet de VVD een rol voor de overheid bij het investeren in de uitbouw van groeiende, veelbelovende ondernemingen – met name om te voorkomen dat geavanceerde kennis in buitenlandse handen komt wanneer startups deels gefinancierd worden met overheidsgeld. PvdA en CU zien een rol voor de overheid bij investeringen in baanbrekend, innovatief onderzoek en doorbraaktechnologieën, want dat “kunnen we niet overlaten aan de markt” (PvdA).

#### **MAATSCHAPPELIJKE VERANTWOORDELIJKHEID BEDRIJVEN**

Hoe vertaalt men de fraaie teksten over bedrijven die ‘de samenleving moeten dienen’ naar concrete maatregelen met betrekking tot de doelstellingen en verantwoordelijkheden van ondernemingen? D66 zet in op één duidelijk kader voor (internationaal) maatschappelijk verantwoord ondernemen, op een zorgplicht voor bedrijven en zo nodig op een wettelijk vastleggen dat het bestuur expliciet de verantwoordelijkheid heeft om de belangen van alle stakeholders af te wegen. D66 en CU willen verder multinationals verplichten om de OESO-richtlijnen van internationaal maatschappelijk verantwoord ondernemen te implementeren als ze voor overheidssteun of aanbestedingen in aanmerking willen komen, waarbij de CU wil dat de overheid helpt om sectorcodes voor verantwoord ondernemen te ontwikkelen. Ter linkerzijde wil GroenLinks dat bedrijven een wettelijke plicht krijgen om zich maatschappelijk verantwoord te gedragen. PvdA stelt: “sociaal en groen ondernemerschap wordt de norm”. Concrete voorstellen daarbij zijn dat dergelijke ondernemingen voorrang krijgen bij overheidsaanbestedingen, en dat alle bedrijven worden verplicht om hun maatschappelijke missie vast te leggen. “Bedrijven die winst maken ten koste van mens en planeet hebben geen bestaansrecht”, schrijft de PvdA, maar wat dat precies betekent wordt niet duidelijk. De PvdA vindt verder dat salarisstijgingen aan de top gelijke tred moeten houden met de CAO-lonen, de CU zegt dat bedrijven inzicht dienen te geven in de productgeschiedenis, en D66 verlangt inzicht in de circulaire prestaties. D66, en enigermate ook de CU, hebben voorstellen uitgewerkt om markten beter te laten functioneren door informatieverschaffing verplicht te stellen over (verborgen) externe kosten die schade toebrengen aan klimaat, milieu en mens. Er zou volgens D66 een ‘Agentschap Externe Effecten’ moeten komen dat eerlijke prijsberekeningen kan verlangen, en daarvoor sector-brede hervormingen initieert en begeleidt. Tegenover deze vier partijen staan er vier andere zonder concrete voorstellen met betrekking tot maatschappelijk verantwoord ondernemen: de SP, het CDA, de VVD en de PVV. De VVD wil de norm op dit gebied juist verlagen: “*Schrappen*

*van normen voor maatschappelijk verantwoord ondernemen bij exportkredietverzekeringen als deze strenger zijn dan wat andere OESO-landen doen. [...].” Zo krijgen Nederlandse ondernemers een eerlijke kans tegenover buitenlandse bedrijven.*

### **CORPORATE GOVERNANCE**

Doelstellingen en verantwoordelijkheden van bedrijven moeten, om effectief te zijn, vertaald worden naar de corporate governance – de rechten en plichten van de direct bij de onderneming betrokken partijen. Welke hervormingen worden er nu genoemd op het gebied van ondernemingsbestuur? Bij de linkse partijen staan er twee thema's centraal. Op de eerste plaats: zeggenschap. De PvdA, GroenLinks en SP geven werknemers instemmingsrecht bij belangrijke bedrijfsbeslissingen, voor de PvdA is dat inclusief de maximale loonverschillen tussen de hoogst- en laagstbetaalden. Bovendien willen SP en GroenLinks beide de helft van alle commissarissen laten benoemen door werknemers. De SP gaat langeretermijn-aandeelhouderschap stimuleren door daar dubbel stemrecht aan te koppelen. Ten tweede: winstdeling. PvdA, GroenLinks en SP willen werknemers laten meedelen in de winst. Zij willen een verplichte betaling aan werknemers koppelen aan dividenduitkering. SP voegt daaraan toe dat alle medewerkers een gelijke winstuitkering moeten ontvangen, en dat een minimale winstdeling wettelijk moet worden vastgelegd. De verhoudingen binnen de onderneming komen bij de andere partijen nauwelijks aan bod. Het CDA wil alleen een werknemerscommissaris voor staatsdeelnemingen of deze bij noodsteun verplicht stellen (dat is al wettelijk verplicht voor structuurvennootschappen), en dan evenals de PvdA ook voorwaarden stellen aan bonussen en topsalarissen. D66, CU en CDA stellen wel voor een reeds aangekondigde nieuwe vennootschapsvorm voor 'sociale ondernemingen' in te voeren: de maatschappelijke onderneming (BVM). Die is bedoeld voor maatschappelijke initiatieven zonder winst oogmerk, maar met de mogelijkheid van extern eigen vermogen. D66, CU en CDA stellen voor om die ondernemingsvorm in te voeren; door de andere partijen wordt dit niet expliciet genoemd. Vooralsnog is deze vennootschapsvorm echter geen alternatief voor reguliere, op winst gerichte ondernemingen.

### **BELASTINGEN**

Met fiscale maatregelen wordt gedrag niet afgedwongen, maar middels financiële prikkels in een bepaalde richting gestuurd. Alle partijen, met uitzondering van D66, maken daarvan gebruik om een eerlijkere en beter functionerende vrije markt te creëren. Zij willen de fiscale constructies tegengaan waarmee met name multinationals belastingen kunnen ontwijken. VVD, PvdA en GroenLinks willen ook minimumbelastingen in OESO- of Europees verband afspreken. De PvdA en GroenLinks vullen dat aan met een hogere winstbelasting, en de CU vindt dat bedrijven geconsolideerd minstens 15% winstbelasting moeten betalen. VVD, CDA, GroenLinks en CU willen winsten belasten in landen waar de winst daadwerkelijk wordt gerealiseerd. Het CDA houdt als enige partij een pleidooi voor fiscale aftrekbaarheid van eigen vermogen en wil tegelijkertijd de fiscale prikkel afbouwen om zo veel mogelijk te lenen. CU

vindt als enige dat de inkoop van aandelen fiscaal hetzelfde moet worden behandeld als de uitkering van dividend, en ook dat de salarissen boven de Balkenendenorm niet langer aftrekbaar mogen zijn. CDA en CU zijn ook de enige partijen die iets zeggen over het belang van familiebedrijven, en maken dit concreet door, in geval van bedrijfsopvolging, het lagere belastingtarief bij vermogensoverdracht te behouden, respectievelijk nog verder te verlagen.

#### **KLIMAAT**

Wat betreft het klimaat hebben ondernemingen tegenwoordig een maatschappelijke verantwoordelijkheid, met name vanwege hun CO<sub>2</sub>-emissie. Alle partijen behalve de PVV onderkennen het klimaatprobleem, en willen meewerken aan de klimaatdoelen van Parijs en de gemaakte EU-afspraken. De meeste partijen, met uitzondering van VVD en CDA, ondersteunen de CO<sub>2</sub>-heffing die op 1 januari 2021, mede door VVD en CDA, is ingevoerd. D66 wil geen gratis emissierechten meer uitdelen, en steunt het EU-voorstel voor CO<sub>2</sub>-heffing aan de EU-grenzen. D66, PvdA en CU willen nu, in tegenstelling tot vier jaar geleden, de uitzonderingspositie van de luchtvaart aanpakken, door opheffing van de btw-vrijstelling op vliegtickets en door accijns te heffen op kerosine. Alle drie willen zij, wat betreft zowel de lucht- als de scheepvaart, klimaatschade beprijzen of daarvoor normen stellen.

#### *2.4.3 Hoe kansrijk is de verkiezingsretoriek*

Vrijwel alle partijen vinden dat het aandeelhouderskapitalisme reparatie behoeft en komen met maatregelen. Maar zijn de voorgestelde maatregelen voldoende om de economie op een pad te zetten waarbij de markten, mensen en het milieu onderling in een duurzame en eerlijke balans komen? Er zijn hierbij twee problemen. Het eerste probleem is dat er, op basis van de verkiezingsprogramma's, voor geen van de voorstellen direct een meerderheid te vinden is, met uitzondering van de digitaks en het aanpakken van belastingontwijking door multinationals. Zo is het thema marktmacht en mededinging nu alleen te vinden bij D66 en VVD. Aanzetten tot een verplichte verbreding van doelstellingen en verantwoordelijkheden van bedrijven zijn alleen te vinden bij GroenLinks, PvdA, CU en D66. Inzicht in externe effecten, afgedwongen door de overheid, wordt nu alleen bij D66, en enigermate bij de CU, concreet geagendeerd. Meer zeggenschap in de corporate governance voor stakeholders staat alleen bij GroenLinks SP en PvdA op het menu. De introductie van de maatschappelijke onderneming wordt alleen genoemd door D66, CDA en CU, en alleen het CDA spreekt over afbouwen van renteaftrek voor vreemd vermogen. Wat ook opvalt is het beperkte aantal concrete voorstellen van de drie grootste partijen in de peilingen: PVV, VVD en CDA (de twee laatste hebben met name fiscale voorstellen), en daarnaast ook van de SP. Dat baart zorgen voor de slagingskans van zo'n maatschappelijk en economisch urgente agenda. Een nieuwe agenda voor corporate governance en verantwoord ondernemen krijgt met name handen en voeten bij GroenLinks, PvdA,

CU en D66, waarbij D66 en ook wel CU boven de andere uitsteken wat betreft de uitwerking van de voorstellen.

Het tweede probleem is dat er – in het licht van de rapporten en de maatschappelijke problemen die we aan het begin noemden en van de eigen retoriek van de partijen zelf – een meer integrale en ambitieuze aanpak vereist is. Voor het aanpakken van bijvoorbeeld milieu- en andere problemen in Nederland, en van kinderarbeid en slavernij in derdewereldlanden alsmede van wereldwijde monopolies, biodiversiteit en klimaat, is bijvoorbeeld het verbreden van de doelstelling van bedrijven in abstracto of het inzichtelijk maken van de maatschappelijke kosten op zichzelf niet voldoende. Er is bij dit soort problemen sprake van externe effecten die bedrijven niet vanzelf in hun kostprijzen meenemen. Er zijn mechanismen nodig die kosteninternalisering op grote schaal kunnen afdwingen, ten behoeve van goede prijsvorming, een gelijk speelveld en daarmee mens, milieu en maatschappij. Alleen zo kan er worden voorkomen dat het ongelimiteerde winststreven van aandeelhouders en concurrentie zullen blijven leiden tot kostenexternalisering.

Daarbij kan gedacht worden aan vier typen mechanismen. Ten eerste het versterken van de zeggenschap van stakeholders. Alleen de linkse partijen schenken hier nu aandacht aan, en dan ook alleen wat betreft de werknemers. Er zou ook gedacht kunnen worden aan meer zeggenschap van onder andere klanten of belangengroeperingen. Als we bijvoorbeeld willen dat Facebook maatschappelijk verantwoord onderneemt, dan moeten ook (potentiële) Facebook-gebruikers een stem krijgen, en niet alleen zijn werknemers. Verdergaande voorstellen in die richting, zoals de introductie van een Maatschappelijke Raad (Loonen en Mulder, 2020), ontbreken in de programma's. Ten tweede kunnen we de kaarten zetten op de rol van de aandeelhouders. De politieke partijen besteden hier nauwelijks aandacht aan. Middels verplichtingen voor institutionele beleggers om te investeren op basis van ESG-criteria (environmental, social and governance), of ten minste transparant te zijn over de beleggingscriteria, kunnen aandeelhouders zelf een 'force for the good' worden. Ten derde kan er gedacht worden aan de volledige afschaffing van de renteaftrek op schulden. Die aftrek subsidieert de enorme maatschappelijke risico's van te hoge schuldfinanciering en er is bovendien geen enkele economische rechtvaardiging voor. Het CDA wil de renteaftrek voor bedrijven afbouwen en tegelijkertijd aftrekmogelijkheden voor eigen vermogen introduceren. Alleen een einde maken aan de renteaftrek is beter en simpeler. Tot slot kan de overheid middels heffingen of financiële prikkels maatschappelijke risico's beperken. De voorstellen in de partijprogramma's blijven op dit punt vrij beperkt. Met name voorstellen die het fundamentele probleem van het onbeperkte rendementsstreven van aandeelhouders indammen ontbreken, zoals een progressieve winstbelasting (zie De Kam et al., 1980) of variabele beloningen voor topmanagers die gericht zijn op maatschappelijke verantwoordelijkheid en de belangen van alle stakeholders. Of een beoordeling van bedrijven door een panel van burgers of deskundigen, die leidt tot boetes of bonussen als ze slecht respectievelijk goed presteren op maatschappelijke waardecreatie (Claassen, 2021).



Het besef dat de ‘vrije markt’ en ons aandeelhouderskapitalisme in meer of mindere mate scheuren vertoont, was bij alle politieke partijen, uitgezonderd de PVV, doorgedrongen en werd vertaald in meer of minder concrete maatregelen. Voor vrijwel geen van die maatregelen waren echter direct meerderheden te vinden. Daarnaast ontbraken ideeën om het onbeperkte winststreven van aandeelhouders in te tomen en de internalisering van externe effecten nog verder af te dwingen.

De Tweede Kamerverkiezingen in maart 2021 resulteerden na de langste kabinetsformatie ooit (299 dagen) in het kabinet Rutte IV. Nu, 15 maanden na het aantreden van het kabinet in januari 2022, moeten we helaas constateren dat nog geen enkel substantieel voorstel uit de verkiezingsprogramma’s in concrete beleidsmaatregelen is omgezet. Weliswaar hebben zes fracties al in maart 2021 het eerdergenoemde initiatiefwetsvoorstel ingediend met betrekking tot verantwoord en duurzaam internationaal ondernemen (met o.a. een meldingsplicht voor misstanden in de (internationale) waardeketen en een verplicht plan van aanpak voor de oplossing) maar in februari 2023 liet het kabinet, mede onder druk van het bedrijfsleven, weten dat zij niets ziet in het uitvoeren van de wet omdat in alle EU-landen de regels hetzelfde zouden moeten zijn. Al met al blijkt dat niet alleen voor het bedrijfsleven maar ook voor de Nederlandse politiek geldt, veel woorden maar (nog) weinig daden.

Het wachten is nu op de EU die in februari 2022 de Corporate Sustainable Due Diligence ontwerprichtlijn heeft gepubliceerd. Het is zogenaamde zorgplichtwetgeving die (slechts) de 1% grootste bedrijven dwingt om mensen- en arbeidsrechten en milieunormen in de toeleveringsketen te respecteren. Ondernemingen moeten schendingen in hun productieketen onderzoeken en verhelpen en zij zijn in beginsel aansprakelijk wanneer zij worden aangeklaagd. Door drie jaar lang zwaar lobbywerk is de oorspronkelijke tekst danig afgezwakt maar binnen het Europees parlement gaan stemmen op om de richtlijn terug aan te scherpen, o.a. door de grens van 500 werknemers en 150 miljoen euro omzet te verlagen.

## 2.5 WAAR BLIJFT DE ECONOMISCHE WETENSCHAP?

Eerder zagen we dat de economische wetenschap in de jaren zeventig aan de basis heeft gestaan van het nieuwe paradigma van het aandeelhouderskapitalisme, waarna dat werd overgenomen door het bedrijfsleven en de politiek (zoals *Reaganomics*, *Thatcherism* en neo-liberale privatiseringen en vrije marktdenken, ook in Nederland). De laatste tijd blijken het bedrijfsleven en de politiek weliswaar in woorden een nieuw paradigma te bepleiten, maar (nog) niet in daden. En hoe staat het met de economische wetenschap, sinds Milton Friedman in 1970 het nieuwe paradigma inluidde?

De fameuze doctrine van Milton Friedman over de doelstelling van ondernemingen luidt, zoals we eerder zagen, dat “*the social responsibility of business is to increase its profits*” (Friedman, 1970). Friedmans ideologie veronderstelt echter een quasi-perfekte Arrow-Debreu-economie met complete markten en de afwezigheid van agency-pro-

blemen, geen incomplete contracten met daarbij disfunctionele zeggenschapsrechten (property/control rights) en 'hold-up'-problemen, geen pro-sociale aandeelhouders en een overheid die externaliteiten voorkomt. Uitgaande van deze veronderstellingen leidt Friedmans aandeelhouderskapitalisme inderdaad tot een Pareto-optimale welvaartsverdeling. Maar zo zit de wereld niet in elkaar.

### 2.5.1 *Marktfalen: de economische realiteit*

Friedman (1970) abstraheert, hoe kan het ook anders, van verschillende economische 'imperfecties' die in latere jaren zijn onderkend en onderzocht. Op de eerste plaats informatie-asymmetrie en belangentegenstellingen, de hoekstenen van de agency-theorie (Jensen en Meckling, 1976), waarmee Friedmans ideologie geformaliseerd en versterkt werd, en die een nieuw fundament legde onder de economische wetenschap. Het primaire agency-probleem was dat managers (als agenten) niet altijd de belangen van hun aandeelhouders (de principalen) behartigen. Dat gaat ten koste van de winst, en dus van marktwaarde. In de agency-traditie van aandeelhouderswaarde luidt de klassiek geworden definitie van corporate governance *"the ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment"* (Shleifer en Vishny, 1997).

De agency-theorie is compatibel met Friedmans doctrine waarin aandeelhouderswaarde het ondernemingsdoel is. Dat geldt niet voor andere 'imperfecties' of de theorieën die daarop gebaseerd zijn. Een imperfectie die niet strookt met Friedmans doctrine zijn incomplete contracten, in eerste instantie geanalyseerd door Grossman en Hart (1986) en Hart en Moore (1990), ook wel genoemd de *property rights theory*. Wanneer zich situaties voordoen die niet contractueel zijn vastgelegd, zal doorgaans de eigenaar van de betreffende activa (bijvoorbeeld de eigenaar van productiegoederen) op basis van de zogenaamde residuaire zeggenschapsrechten (*residual control rights*) kunnen beslissen wat er dan gebeurt, waardoor de andere contractpartijen ernstig benadeeld kunnen worden. Die zullen daarop anticiperen, en zich al bij voorbaat niet optimaal inspannen (zogenaamde onderinvesteringen). Dat verlaagt de waarde van de onderneming.

Een van de eerste gerenommeerde economen die de controverse tussen aandeelhouderswaarde en stakeholderswaarde oppakte was Nobel-laureaat Jean Tirole in zijn voorzittersrede in 1998 voor de Econometric Society (Tirole, 2001). Hij formuleerde, *"perhaps unconventionally for an economist"*, een bredere definitie van corporate governance: *"the design of institutions that induce or force management to internalize the welfare of stakeholders"*. Hij analyseerde de controverse op basis van optimale management incentives (prestatiebeloning en promotieprikkels) en zeggenschapsrechten, en noemde als voordelen van het aandeelhouderswaarde-paradigma ten eerste het beperken van het verlies van winst door agencyproblemen, ten tweede meer focus en scherpere prikkels voor managers en ten derde minder impasses bij besluitvorming. Dat is in lijn met Dixit (1997) en Jensen (2002), empirisch ondersteund door Cools

en Van Praag (2001), die stellen dat één (ondernemings)doelstelling gepaard gaat met efficiëntere (financiële) prikkels.

Tirole onderkent ook de aanzienlijke nadelen. Als grootste probleem van aandeelhouderswaarde noemt hij ‘vertekende besluitvorming’ (biased decision-making), leidend tot *“important externalities and some distasteful implications”*. Hij noemt beslissingen ten faveure van aandeelhouders met schadelijke effecten voor werknemers, leveranciers, obligatiehouders, klanten, community’s, potentieel ‘vervuilden’ (pollutees), het milieu en stakeholders in minder ontwikkelde landen, en stelt dat al die effecten aanzienlijk kunnen zijn.

Daarnaast stelt onder anderen Jensen (2003) dat scherpe prikkels en targets bij één doelstelling ook perverse effecten creëren in de vorm van liegen, gaming, frauderen, en verlies aan integriteit en welvaart. Bovendien, minder scherpe prikkels bij meerdere doelstellingen is nog geen reden om er toch maar één te selecteren. Het zou bijvoorbeeld ook veel simpeler zijn om kinderen op te voeden op basis van slechts één, liefst meetbare doelstelling, zoals hoge rapportcijfers. Geen ouder zal dat overwegen, omdat niemand onaardige, gemene, verslaafde, egoïstische, liegende of agressieve kinderen wil hebben, zelfs niet als zij met de hoogste rapportcijfers thuishouden. Voor overheden onderkent ook Dixit (1997) dit fenomeen, wanneer hij stelt dat *“we have multi-principal politics for a reason, namely, to provide checks and balances against biased or arbitrary exercise of power”*. En zo is het ook met ondernemingen, ze hebben meerdere principalen/stakeholders ‘for a reason’.

Een goed voorbeeld van een formele, incomplete contractenanalyse bieden Magill et al. (2015), een verdere uitwerking van de voorzittersrede van Rochet voor de Econometric Society in 2012. Zij analyseren het stakeholdersmodel voor situaties waarbij ondernemingen negatieve externaliteiten creëren voor werknemers en klanten. Het gevolg daarvan zijn de aanzienlijke onderinvesteringen door beide groepen en daardoor waardeverlies van de onderneming. Zij concluderen dat het afstaan van zeggenschapsrechten aan werknemers en klanten voor grote ondernemingen (met een zekere marktmacht) Pareto-optimaal is, en dat deze daarom zouden moeten streven naar het maximaliseren van de optelsom van winst, werknemers- en consumentensurplus.

Uitgaande van incomplete contracten, kwamen Hart en Moore (1990) en Rajan (2012) tot het inzicht dat eigendom van economisch surplus (positieve netto contante waarde (NCW) of *economic profit*) toekomt aan werknemers of handelspartners die bepalend zijn voor het genereren van dat surplus: *“... to allocate this (surplus) back to agents in the economy in a way that maximizes value creation”* (Rajan, 2012). Mehrotra en Morck (2017) werkten dat verder uit, en onderscheidten naast de gebruikelijke *residual claimants* (doorsnee-aandeelhouders) en *contractual claimants* (stakeholders die de opportuniteitskosten van hun inzet ontvangen), ook *surplus claimants* (stakeholders die op basis van relatie-specifieke investeringen bijdragen aan het economische surplus van een onderneming, en daarvoor ook, naast de opportuniteitskosten, een vergoeding moeten ontvangen). Hoe het gecreëerde surplus kan worden gemeten, en hoe daarop te sturen is een vraag waar Schoenmaker en Schramade (2019) handvatten voor aanreiken.

Friedmans aanname dat aandeelhouders uitsluitend gericht zijn op financieel rendement, is eveneens achterhaald. De uiteindelijk belanghebbenden van grote institutionele beleggers zijn, zeker in het geval van pensioenfondsen, immers vaak gewone burgers die zich bekommeren om maatschappelijke doelstellingen, desnoods ten koste van financieel rendement. Zo laten bijvoorbeeld Bauer et al. (2021) zien hoe tweederde van de participanten van een groot pensioenfonds de Sustainable Development Goals van de Verenigde Naties leidend willen laten zijn bij het beleggingsbeleid, ook als dat ten koste van het rendement gaat. Daar komt bij dat ten tijde van Friedmans essay 80% van de beursgenoteerde aandelen in de VS in handen was van particulieren, en slechts 16% in handen van institutionele beleggers. Tegenwoordig is dat omgekeerd: ruim 60% wordt gehouden door instituten en slechts 27% door particulieren (Hart en Zingales, 2017).

Een recente incomplete contractenanalyse waarin verondersteld wordt dat aandeelhouders, en ook klanten, enigermate een maatschappelijke verantwoordelijkheid voelen, is Broccardo et al. (2022). Zij tonen aan dat het economisch optimaal is om via resoluties op aandeelhoudersvergaderingen het ondernemingsbestuur te dwingen tot het investeren in CSR (*corporate social responsibility*), in plaats van boycots (het verkopen of niet kopen van aandelen en klantenboycots).

Daar komt bij het centrale probleem uit het boek *Phishing for Phools; the economics of manipulation and deception* van Nobel-laureaten Akerlof en Shiller (2015): door concurrentiedruk laten ondernemingen zich systematisch verleiden tot manipulatie en bedrog van mensen “*to buy, and to pay too much, for products that we do not need; to work at jobs that give us little sense of purpose; and to wonder why our lives have gone amiss.*” Dat leidt tot een pervers economisch ‘phishing equilibrium’ dat Friedman niet veronderstelde.

### 2.5.2 Overheidsfalen: de politieke realiteit

Ondernemingen creëren externaliteiten, ook bij niet-contractuele stakeholders, zoals ‘het milieu’, ‘het klimaat’, ‘de biodiversiteit’ of ‘de hele keten’. Friedman gaat er echter van uit dat de overheid die problemen weet te voorkomen – hij ontkent overheidsfalen. Hij verwerpt het argument van “*the slow course of political processes*”, en daarmee van overheidsfalen. Immers, zo redeneert hij, de bestrijders van externaliteiten “... *failed to persuade a majority of their fellow citizens to be of like mind*”. Daarmee negeert hij de realiteit van overheidsinefficiënties, informatieproblemen, hoge transactie- en uitvoeringskosten van wetgeving, jurisdictie-beperkingen, corruptie en sterke lobbygroepen met daarbij *regulatory capture* (Stigler, 1971).

Wat betreft die laatste twee factoren, die nemen alsmar grotere vormen aan. Big tech heeft inmiddels de farmaceutische sector ingehaald als grootste lobbyist, en heeft alleen al in ‘Brussel’ in 2020 een recordbedrag van zeker 100 miljoen euro uitgegeven. En bijvoorbeeld vanaf de inauguratie van president Obama tot oktober 2015 heeft Google 427 bezoeken gebracht aan het Witte Huis, inclusief 21 keer een persoonlijk

onderhoud met Obama zelf (Zingales, 2017). Het lobby-rendement voor grote ondernemingen bedraagt zo'n 1000% – verreweg hun meest winstgevendende investeringen – en in 2021 werd in Washington een recordbedrag van 3,7 miljard dollar aan lobby-activiteiten besteed (Lessig, 2015; *The Washington Post*, 2022). Bénabou en Tirole (2010) beargumenteren – anders dan Friedman – dat bedrijven en burgers vanwege overheidsfalen soms beter gepositioneerd zijn dan de overheid om ongelijkheid en externaliteiten te bestrijden. Als oorzaak van dit overheidsfalen noemen zij met name informatieproblemen; zo heeft de overheid er geen goed zicht op hoe ondernemingen met hun werknemers omgaan, of ze belastingen ontduiken, of ze het milieu vervuilen, of hoe ze optreden in verre landen. Zij definiëren CSR als 'sacrificing profits in the social interest' en concluderen dat de CSR-activiteiten door bedrijven en de maatschappelijk verantwoordelijke beleggingen 'veelbelovend' zijn. Ook Nobel-lauraat Oliver Hart en voormalig president van de American Finance Association, Luigi Zingales (2017), nemen aan dat overheden – vanwege hun inherente inefficiëntie, informatieproblemen en regulatory capture – niet in staat zijn om externaliteiten te beteugelen, en dat aandeelhouders ook niet-financiële (CSR-)doelstellingen kunnen hebben. Zij komen tot de conclusie dat ondernemingen het *welzijn* van aandeelhouders als doelstelling moeten hanteren, niet de maximalisatie van de marktwaarde.

Alhoewel leidende economen in de loop van deze eeuw vraagtekens zetten bij en afscheid nemen van het economisch paradigma van Friedman en Jensen en Meckling reiken zij, anders dan in de jaren zeventig en tachtig van de vorige eeuw, (nog) geen stevig economisch fundament aan voor een volgend paradigma. Wat betreft de vorming van onze jeugd is het nog slechter gesteld. Het economieonderwijs op onze middelbare scholen loopt zo'n dertig jaar achter. Daar staat het mensbeeld van de homo economicus nog steeds centraal, de egoïstische, niet-samenwerkende mens, die niemand vertrouwt en uitsluitend zijn eigen nut maximaliseert, terwijl in werkelijkheid de meeste mensen houden van wederkerigheid, en het krijgen en geven van vertrouwen. Dat is weliswaar een fragiel evenwicht, maar heeft ons veel gebracht. In zijn afscheidsrede als hoogleraar economie in maart 2023 sprak Lans Bovenberg in dat verband over een selffulfilling prophecy: als je de jeugd leert dat iedereen een egoïst is, dan wordt iedereen dat ook. Er is dus nog het nodige werk aan de winkel, zowel in de economische wetenschap als het economisch (middelbaar) onderwijs.

## 2.6 HOE VERDER?

### 2.6.1 Soorten hervormingen

Zoals gezegd, een alternatief doorwrocht economisch paradigma is nog niet voor handen. Wel bestaan er verschillende ideeën en initiatieven. Er kunnen daarbij verschillende manieren worden onderscheiden om ongewenste gedragingen, mechanismen en structuren aan te pakken. Op de eerste plaats kan dat op basis van

vrijwilligheid, door een beroep te doen op ieders verantwoordelijkheid (bijvoorbeeld het Creating Shared Value-voorstel van Michael Porter (Porter en Kramer, 2011), de optionele Benefit Corporation in de Verenigde Staten of een moreel appel op het burgerschap) of middels zelfregulering (zoals de Nederlandse Corporate Governance Code of de gedragscodes van beroepsgroepen).

Als dat niet werkt is er wet- en regelgeving. Daarbinnen bestaan er vier modaliteiten met een toenemende mate van dwang: een open norm (zoals redelijkheid en billijkheid, of maatschappelijke (on)zorgvuldigheid bij onrechtmatige daad), prikkels (belastingen, heffingen, subsidies), verplichte verantwoording (zoals de plicht tot een jaarrekening of van kwaliteitsregistraties in zorginstellingen) of de klassieke *command-and-control-wetgeving*, waarbij bepaald gedrag wordt verboden of verplicht (zoals veiligheids- en milieueisen of Arbovoorschriften).

Bij het inzetten en selecteren van de vier wettelijke varianten voor het oplossen van maatschappelijke problemen, zoals de gevolgen van het aandeelhouderskapitalisme, moet er ernstig rekening gehouden worden met het inzicht van de in 1917 overleden Franse socioloog Émile Durkheim: *“Als de zeden volstaan, zijn wetten overbodig; als de zeden ontbreken, zijn wetten onuitvoerbaar.”* Het bloed kruipt waar het niet gaan kan, en als men niet van goede wil is en verkeerde motieven heeft dan zal men altijd proberen om de wet te ontduiken en op zoek gaan naar de mazen in de wet. Omdat handhaving dikwijls ingewikkeld en kostbaar is, reageert de wetgever daarop meestal met (gedetailleerdere) reparatiewetgeving, met dientengevolge nog meer mazen, enzovoort.

De eerste wettelijke variant, een open norm (zoals het eerdergenoemde voorstel van Winter et al. (2020) voor een ‘verantwoordelijke vennootschap’), zou waarschijnlijk beperkt soelaas bieden. Het is een sympathiek idee maar het pakt niet de fundamentele problemen aan van het onbegrensde rendementsstreven en de kostenexternalisering; het kan onvoorspelbaarheid en rechtsonzekerheid creëren en het zou daarmee tot vele rechtszaken kunnen leiden en geeft ruim baan aan Durkheim’s zedeloosheid.

Het andere uiterste, rigide *command-and-control-wetgeving*, moeten we zo veel mogelijk zien te voorkomen vanwege het rigiditeitsprobleem van dergelijke wetgeving, de economische inefficiënties als verschillende bedrijven over dezelfde kam worden geschoren, onbedoelde neveneffecten, de vaak hardnekkige nalevingsproblemen, en vanwege Durkheim’s waarschuwing voor ontduiking en ontwijking. Dat gezegd zijnde, de kans is groot dat voor een waarlijke paradigmaverschuiving toch ook de zeggenschapsverhoudingen en de vennootschapsvormen middels het vennootschapsrecht moeten worden aangepast.

Daarom hebben economische prikkels en verplichte publieke verantwoording (*disclosure*) de voorkeur om als wettelijke instrumenten het aandeelhouderskapitalisme te hervormen.

Tenslotte, naast markt en overheid (wet- en regelgeving), is er nog de derde maatschappelijke factor, de *civil society*, de burgermaatschappij. De burgermaatschappij zijn de burgers die als individu of via maatschappelijke organisaties het sociaal kapi-

taal van de samenleving vormen, en met gedeelde waarden helpen om de samenleving bijeen te houden. Als markten falen, en ook de overheid, is er nog de civil society die zich kan organiseren om misstanden te corrigeren en een nieuwe weg te wijzen.

Hieronder worden voor de verschillende categorieën enkele bestaande en nieuwe suggesties besproken op weg naar een nieuw economisch paradigma.

### *2.6.2 Andere prikkels en rapportage*

Ter verbetering van de economische prikkels heb ik samen met Bernard ter Haar en Jaap de Keijzer een aantal voorstellen gedaan, zoals het invoeren van een progressieve winstbelasting, het afschaffen van de renteaftrek, het afschaffen van de fiscale jaarrekening en het aanpakken van belastingontwijking door multinationals (Cools, Ter Haar en De Keijzer, 2021).

#### **PROGRESSIEVE WINSTBELASTING**

In de eerste plaats moet het onbegrensde rendementsstreven van aandeelhouders worden beteugeld. Dit raakt het fundament van ons kapitalistische systeem en is daarom ook niet eenvoudig, maar wel noodzakelijk. Om het rendementsstreven te helpen beteugelen zouden we een progressieve winstbelasting kunnen invoeren (zoals we ook progressieve inkomstenbelasting kennen, sinds 1914) – hoe hoger de winstgevendheid, des te hoger het belastingpercentage. Winstgevendheid is een relatief begrip, waarbij de operationele winst gerelateerd moet worden aan het geïnvesteerd vermogen (voor industriële ondernemingen) of aan de omzet (voor handels- en dienstverlenende ondernemingen). Naarmate het rendement op geïnvesteerd vermogen of rendement op omzet hoger wordt, neemt dan het winstbelastingpercentage toe.

Een progressieve winstbelasting is een mes dat aan twee kanten snijdt. Het dempt het onbegrensde rendementsstreven van aandeelhouders. En daarnaast vergroot het de prikkel om (extra) winst te investeren in bijvoorbeeld eigen werknemers, relaties met leveranciers, de lokale omgeving of klanten, en het milieu of klimaat. Daarmee wordt het creëren van negatieve externe effecten ingedamd.

Progressieve winstbelasting is geen revolutionair idee. In 1980 is dat onderzocht door De Kam et al. (1980). En het IMF noemde progressieve winstbelasting recent nog als een middel om de toenemende marktmacht van ondernemingen te beperken (IMF, 2019). Ook blijkt het een stimulans te zijn voor startende ondernemingen (Bacher en Brühlhart, 2013).

#### **AFSCHAFFEN RENTEAFTREK**

In de tweede plaats zou de economisch ongefundeerde en perverse prikkel van overheidssubsidie op schuldfinanciering door de renteaftrek moeten worden geëlimineerd. Voor een ongelijke fiscale behandeling van eigen en vreemd vermogen is er geen enkele economische rechtvaardiging. Bovendien, een van de grootste economische risico's en de belangrijkste oorzaak van vrijwel alle financiële crises is een te hoge

schuldfinanciering, zowel bij bedrijven als bij banken. Een negatief extern effect daarbij is dat de faillissementskosten worden afgewenteld op de werknemers, leveranciers, klanten en overige stakeholders. Bovendien leidt overmatige schuldfinanciering tot het probleem van debt overhang, waardoor er waarde creërende investeringen op de plank blijven liggen (Myers, 1977).

Schaf daarom de perverse renteaftrek af. Dan kan tegelijkertijd het winstbelastingpercentage over de hele linie omlaag. Gezien de huidige lage rentestand is de timing daarvoor uitstekend.

Met ingang van 1 januari 2019 is er in Nederland een renteaftrekbeperking (ook wel earnings stripping-maatregel genoemd) van kracht, die de aftrekbaarheid van het saldo aan rentes uitsluit boven een miljoen, of 30% van de winst (EBITDA). Ook de VS, het VK en Frankrijk kennen lichte beperkingen van de renteaftrek.

Een beperking van de renteaftrek is echter onvoldoende, onnodig complex, en in de internationale verhoudingen vaak gemakkelijk te omzeilen. Een internationale afschaffing van renteaftrek is het meest simpele en effectieve – en economisch en maatschappelijk optimaal.

#### **AANPAKKEN BELASTINGONTWIJKING**

Een ander pijnpunt is de belastingontwijking door multinationals. EU-landen lopen daardoor jaarlijks tot zo'n 190 miljard euro aan winstbelasting mis, en de VS 135 miljard (Dover et al., 2015). Dit vergroot de ongelijkheid tussen grote, multinationale ondernemingen met veel politieke en economische (markt)macht en nationaal opererende ondernemingen, en is een belangrijke oorzaak van maatschappelijke onvrede.

De verkiezingsprogramma's van VVD, CDA, PvdA, GroenLinks, D66 en CU bevatten in 2021 voorstellen voor minimale vennootschapsbelastingtarieven aangaande multinationals en/of het belasten van winst in de landen waarin de winst daadwerkelijk gerealiseerd wordt (Claassen en Cools, 2021). In oktober 2021 bereikten 140 landen een fiscaal akkoord waarbij a) belastingheffingsrechten worden toegekend aan de landen waar winst wordt gerealiseerd en b) een minimumtarief voor winstbelasting voor grote multinationals wordt geïntroduceerd. Op basis van dat akkoord werd in december 2022 een Europese richtlijn gepubliceerd die ervoor moet zorgen dat ondernemingen met een gecombineerde jaaromzet van 750 miljoen euro of meer tenminste 15% belasting moeten betalen. Die richtlijn moet uiterlijk eind 2023 in nationale wetgeving zijn omgezet.

Een kostbare, schadelijke fiscale praktijk is het bestaan van twee jaarrekeningen – de commerciële en de fiscale. De fiscale jaarrekening is overbodig, deze creëert complexiteit en biedt met name grotere ondernemingen de mogelijkheid om hun winst(belasting) te drukken. Dus schaf die fiscale jaarrekening gerust af – één jaarrekening volstaat en is eerlijker, goedkoper en economisch efficiënter.



## **PUBLIEKE VERANTWOORDING**

Naast de juiste economische prikkels is er bij bedrijven meer maatschappelijke verantwoording nodig. Vermijd, indachtig Durkheim, de klassieke command-and-control-dwangwetgeving gezien de enorme variëteit ongewenste gedragingen, en laat de maatschappelijke krachten (zoals klanten, burgerinitiatieven, beleggers, actiegroepen en ngo's) zo veel als het kan hun disciplinerende werk doen.

Voorwaarde voor effectieve maatschappelijke druk is dat ondernemingen eerlijk en duidelijk vertellen wat hun missie is en hun (maatschappelijke) doelstellingen zijn – of purpose zoals dat tegenwoordig heet – en in welke mate ze dat weten te realiseren.

Voor inzicht in externe effecten en true pricing zijn er internationale standaarden nodig. Na tien jaar gescheiden opereren hebben in september 2020 IIRC en SASB, twee belangrijke internationale organisaties op het gebied van integrated reporting, besloten om te fuseren, en zijn ze met drie andere (GRI, CDP en CDSB) een convergentieproject gestart om te komen tot internationale rapportagestandaarden voor bedrijven. En de IFRS Foundation heeft besloten om een Sustainability Standards Board op te richten. Daarbij is er nog een lange weg te gaan; reden te meer om daar maximale internationale druk op te zetten, vanuit nationale overheden, de Europese Unie en de Verenigde Naties.

In december 2022 is door de EU de Corporate Sustainability Reporting Directive gepubliceerd. Deze verplicht zo'n 50.000 ondernemingen om met ingang van verslagjaar 2024 te rapporteren over een veelheid van ESG-criteria, zoals CO<sub>2</sub> uitstoot, milieuvervuiling, impact op biodiversiteit, het gebruik van water en grondstoffen, arbeidsomstandigheden in de waardeketen, lobbyactiviteiten, maatregelen tegen corruptie en omkoping, etc. De rapportages moeten worden gecontroleerd door een accountant.

Dergelijke transparantie en verantwoording moet ertoe bijdragen dat ondernemingen de externe kosten verder zullen terugdringen, mede onder druk van de geïnformeerde stakeholders, en dat de resterende externe kosten zo veel mogelijk worden meegenomen in de (kost)prijzen.

## **VERPLICHTE BELEGGINGSDOELSTELLINGEN**

Bij het afleggen van verantwoording aan alle stakeholders blijft de rol van aandeelhouders cruciaal. Behalve door progressieve belastingen kunnen de monomane rendementsdruk op bedrijven en de perverse financiële prikkel om kosten af te wentelen op de samenleving worden beperkt door institutionele beleggers te verplichten om aan te geven wat hun beleggingsdoelstellingen zijn en welke ESG-criteria (environmental, social and governance) er worden gehanteerd. Zo kunnen beleggers ook ter verantwoording worden geroepen als zij dit niet in praktijk brengen in de dialoog met ondernemingsbesturen.

De EU heeft de eerste concrete stappen op dit pad gezet. De richtlijn Sustainable Finance Disclosure Regulation verplicht institutionele beleggers (met uitzonde-

ring van zorg- en schadeverzekeraars), vermogensbeheerders en beleggingsfondsen, tot transparantie omtrent de wijze waarop duurzaamheidsrisico's zijn geïntegreerd in het beleggingsbeslissingsproces en over de negatieve impact van financiële producten aangaande ESG-factoren. Ter bevordering van duurzame beleggingen bevat de Taxonomieverordening van de EU een verplicht classificatiesysteem voor ecologisch duurzame activiteiten en sociale rechten.

Hoewel dit bemoedigende eerste stappen zijn, is er nog veel werk te doen. De Taxonomieverordening bevat nog geen governance-elementen en nauwelijks sociale criteria, ondernemingen zijn nog niet verplicht om op consistente en vergelijkbare wijze over ESG-factoren te rapporteren, en de EU-regels hebben geen werking buiten de EU.

Ondertussen neemt wel het aantal institutionele beleggers toe dat de in 2006 door de VN ontwikkelde Principles for Responsible Investment (PRI) hanteert. In augustus 2020 hadden 3.300 beleggingsinstellingen, met een gezamenlijk belegd vermogen van 100 biljoen dollar, de principes ondertekend. En in 2018 was 49% van het totale belegd vermogen in Europa duurzaam belegd, versus 26% in de VS en 51% in Canada (Abma en Gruijters, 2020). Daarbij zij aangetekend dat er nog heel veel te verbeteren valt qua kwaliteit en uniformiteit van de onderliggende metingen.

### 2.6.3 *Governancemodellen*

In de formele governance, zoals vastgelegd in het Nederlandse vennootschaps- en ondernemingsrecht, hebben aandeelhouders een zeer dominante positie. Werknemers, en in bijzondere omstandigheden crediteuren, hebben wel enige zeggenschap maar die is ondergeschikt aan die van de aandeelhouders. Een paradigmawijziging, waarbij een open, maatschappelijke onderneming zich rekenschap geeft van haar positie en verantwoordelijkheid in de samenleving, zal vereisen dat de gerechtvaardigde belangen van alle stakeholders in balans worden gebracht met die van de aandeelhouders. Wat daarvoor de ideale governancevorm is valt nog moeilijk vast te stellen. Daarvoor zouden we goed moeten kijken naar het falen of succes van buitenlandse voorbeelden en in eigen land moeten kunnen experimenteren, alvorens ons middels rigide command- en controlwetgeving vast te leggen op één van de mogelijke varianten. In een interessant betoog heeft Winter (2022) de volgende mogelijke varianten geschetst.

Verzwarend van de aandeelhoudersrol is één mogelijkheid: toetsing van besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders aan het bredere toetsingskader dat ook voor bestuurders geldt. Een tweede is het inrichten van een maatschappelijke missie: de Benefit Corporation verplicht stellen voor grote ondernemingen. Een vergelijkbaar model is de Maatschappelijke BV (BVM), die echter nog niet als wet is aangenomen. Een derde variant is het verlenen van zeggenschap aan stakeholders. Bijvoorbeeld door aandelen uit te geven aan een stichting die vervolgens certificaten uitgeeft en de stemrechten deels doorgeeft aan die certificaathouders, maar ook deels aan overige stakeholders, waarbij de winstrechten volledig bij de certificaathouders blijven.

Verdergaand is het Scandinavische model zoals bij de Carlsberg Foundation, of in

Nederland de stichting Utopa, waarbij een deel van de winst bij de stichting blijft. Zeggenschap kan ook verdeeld worden via een multi-stakeholderscoöperatie met verschillende categorieën leden, dit is onder het huidige coöperatie-recht al mogelijk. En dan is er nog de Maatschappelijke Raad; die kan slechts adviserende rol krijgen, waarbij Winter tevens voorstelt dat de Raad van Commissarissen en Raad van Bestuur verplicht verantwoording afleggen aan deze Raad.

#### *2.6.4 De civil society*

We hebben gezien dat markt en overheid onvoldoende in staat zijn om externaliteiten en ongelijkheid te beperken, en zo een optimaal economisch-sociaal Pareto-evenwicht te creëren. De inzet van de derde maatschappelijke factor – de ‘burgermaatschappij’ (civil society) – kan daarom niet achterwege blijven. Bovendien is zij de belangrijkste partij die markt- en overheidsfalen kan corrigeren met betrekking tot externaliteiten betreffende niet-contractuele stakeholders, zoals milieu, klimaat, buitenlandse activiteiten of biodiversiteit.

Zijderveld (1999), evenals andere sociologen en politicologen, stelt dat de burgermaatschappij ten opzichte van de staat en markt sterk aan belang wint. Een uiting daarvan zijn de opkomende burgerberaden, als aanvulling dan wel aanval op de representatieve democratie, als ook de eerdergenoemde maatschappelijke teloorgang van het neo-liberalisme, inclusief het aandeelhouderskapitalisme. Redenen dus om de civil society verder te mobiliseren.

Een extra reden waarom de burgermaatschappij zich moet organiseren, is dat individuele burgers nauwelijks invloed hebben op het politieke besluitvormingsproces. In een van de zeldzame empirische studies op dat gebied, gebaseerd op 1.779 wetsvoorstellen, stellen Gilens en Page (2014) vast dat ‘de gemiddelde burger’ vrijwel geen (5%) invloed heeft op de politieke besluitvorming, terwijl de economische elite, die 1% van de maatschappij uitmaakt, een zeer grote (78%) invloed heeft, en dat de belangengroeperingen van het bedrijfsleven een bijna twee keer grotere invloed hebben dan de maatschappelijke belangengroepen (43% tegenover 24%). Dit geeft aan dat er voor de burgermaatschappij niet alleen ruimte maar ook noodzaak is om zich beter te organiseren en zich ook rechtstreeks te richten tot het bedrijfsleven. Bovendien laten Brocardo et al. (2022) zien dat in actie komen aanmerkelijk effectiever is dan ‘weglopen’ (aandelen verkopen of niet kopen en klantenboycots).

Organisaties die niet-directe stakeholders vertegenwoordigen en die exclusief ondernemingen aanspreken op hun diverse maatschappelijke verantwoordelijkheden zijn er niet – ook niet in andere landen, voor zover mij bekend. Twee organisaties die nog het meest in de buurt komen in Nederland zijn Milieudefensie en Follow This van Marc van Baal. Milieudefensie richt zich echter uitsluitend op milieu- en klimaatissues, en slechts een van de vier manieren om hun doelstellingen te bereiken, is het aanspreken van ondernemingen. Follow This richt zich met name op olie- en gasmultinationals, en dan uitsluitend met het thema duurzaamheid.

Om ook de betrokken burgers te activeren wordt momenteel gewerkt aan een organisatie die bedrijven aanspreekt op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid. Ze wil dat gaan doen op aandeelhoudersvergaderingen en in direct contact met bestuurders, en ze moet gelegitimeerd worden door tienduizenden leden, prominente wetenschappers, andere experts en ex-politici. In kongsi's met grote pensioenfondsen kunnen er dan bij een aantal beursgenoteerde ondernemingen op basis van 3% of meer van de uitstaande aandelen ook resoluties op aandeelhoudersvergaderingen ter stemming worden gebracht. Een dergelijke organisatie kan grote bedrijven een spiegel voorhouden, en desnoods corrigeren bij het vorm geven van hun maatschappelijke verantwoordelijkheid.

## 2.7 TOT SLOT

We hebben gezien dat een stakeholder-economie voorafging aan het in de jaren zeventig en tachtig ontstane aandeelhoudersparadigma. Ook zagen we dat de doctrine van Friedman (1970) dat bedrijven uitsluitend moeten streven naar alsmaar stijgende winsten, economisch gezien geen stand houdt. De onzichtbare hand van de markt faalt, onder meer vanwege informatie-asymmetrie en incomplete contracten, hetgeen externaliteiten creëert. Ook de minder onzichtbare hand van de overheid faalt bij het bestrijden van externaliteiten en te grote ongelijkheid – vanwege inefficiënties, informatieproblemen, hoge transactie- en uitvoeringskosten van wetgeving, jurisdictie-beperkingen en sterke lobbygroepen met daarbij regulatory capture. Vanwege markt- en overheidsfalen moeten ondernemingen zelf streven naar een Pareto-optimaal welzijn van alle stakeholders, en – zoals iedere ouder – leren omgaan met meerdere doelstellingen. Naast markt en overheid is er bovendien ruimte en noodzaak voor de derde maatschappelijke factor, de civil society, om zich beter te organiseren en om ondernemingen rechtstreeks aan te spreken op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid.

Hoe het nieuwe paradigma er precies uit gaat zien staat nog niet vast. We hebben een aantal initiatieven, concrete maatregelen en ontwikkelingen besproken op weg daarnaartoe. Wel is het duidelijk dat de basis gevormd wordt door open, verantwoordelijke ondernemingen, die zich bewust zijn van hun centrale plaats in de wereldwijde polis, waarbij de belangen van alle stakeholders in balans moeten zijn om bedreigingen te keren en kansen te grijpen.

## LITERATUURLIJST

- Abma, R. en R.J. Gruijters (2020). Duurzaam beleggen in het licht van Europese regelgeving, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 10, pp. 480–486.
- Acemoglu, D., L. Fergusson, J. Robinson et al. (2020). The perils of high-powered incentives: evidence from Colombia's false positives, *American Economic Journal: Economic Policy*, 12 (3), pp. 1–43.
- Aghion, P., N. Bloom en J. Van Reenen (2014). Incomplete contracts and the internal organization of firms, *The Journal of Law, Economics, & Organization*, 30 (1), pp. 37–63.
- Akerlof, G. en R. Shiller (2015). *Phishing for Phools; the economics of manipulation and deception*, Princeton University Press.
- Alvaredo, F., L. Chancel, T. Piketty et al. (2018). World Inequality Report 2018. Beschikbaar via <https://wir2018.wid.world/files/download/wir2018-full-report-english.pdf>.
- Bacher, H.U. en M. Brühlhart (2013). Progressive taxes and firm births, *International Tax and Public Finance*, 20, pp. 120–168.
- Bauer, R., T. Ruof en P. Smeets (2021). Get real! Individuals prefer more sustainable investments, *The Review of Financial Studies*, 34 (8), pp. 3976–4043.
- Bebchuk, L. en R. Tallarita (2020). The illusionary promise of stakeholder governance, *Cornell Law Review*, 106(19), pp. 91–178.
- Bénabou, R. en J. Tirole (2010). Individual and corporate social responsibility, *Economica*, 77 (305), pp. 1–19.
- Bezemer, P.-J., H. Volberda en F. van den Bosch (2017). Focus op aandeelhouder veelal slecht voor de financiële prestaties, *ESB*, 102 (4751), pp. 323–325.
- Boot, A.W.A. (2020). De ontsporingen van het zonnebloemkapitalisme: de overheid past andere rol, *Me Judice*. Beschikbaar via <https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/de-ontsporingen-van-het-zonnebloemkapitalisme-de-overheid-past-andere-rol>.
- Boot, A.W.A. en D. Schoenmaker (2023). Door miljardensteun voor transitie blijft de bank achterover leunen, *Financieele Dagblad*, 25 januari, p. 25.
- Broccardo, E., O. Hart en L. Zingales (2022). Exit vs. Voice, *Journal of Political Economy*, 130(12), pp. 3101–3145.
- Chen, T., H. Dong en C. Lin (2020). Institutional shareholders and corporate social responsibility, *Journal of Financial Economics*, 135 (2), pp. 483–504.
- Claassen, R. (2021). Een regelmatige 'social audit' dwingt tot ondernemen gebaseerd op maatschappelijke waarde, *ESB*, 106 (4795), pp. 130–133.
- Claassen, R. en K. Cools (2021). Politieke partijen zetten in op reparatie kapitalisme, *ESB*, 106 (4794), pp. 106–109.
- Cools, K. (2021). Afscheid van aandeelhouderskapitalisme vereist beperking van het rendementsstreven, *ESB*, 106 (4795), pp. 122–125.

- Cools, K. (2022). Voorbij Friedmans assumpties; naar een duurzaam kapitalisme, *KVS Preadviezen 2022*, pp. 28-34.
- Cools, K., B. ter Haar en J. de Keijzer (2021). Herstel kapitalisme vergt andere prikkels en publieke verantwoording bedrijven, *ESB*, 106 (4795), pp. 126-129.
- Cools, K. en M. van Praag (2001). Meerdere doelstellingen is geen doelstelling, *ESB*, 86 (4321), pp. 644-649.
- Dessein, W. (2002). Authority and communication in organizations, *Review of Economic Studies*, (2002) 69, pp. 811-838.
- Dixit, A. (1997). Power of incentives in private versus public organizations, *The American Economic Review*, 87 (2), pp. 378-382.
- Dodd, E.M. (1932). For whom are corporate managers trustees?, *Harvard Law Review*, 45 (7), pp. 1145-1163.
- Dodge (2020). Dodge v. Ford Motor Co. Beschikbaar via [https://en.wikipedia.org/wiki/Dodge\\_v.\\_Ford\\_Motor\\_Co](https://en.wikipedia.org/wiki/Dodge_v._Ford_Motor_Co).
- Dover, R., B. Ferrett, E. Jones en S. Merler (2015). Bringing transparency, coordination and convergence to corporate tax policies in the European Union. <https://data.europa.eu/doi/10.2861/847568>.
- Europese Commissie (2021). Screening van websites op groenwassen: Helft van groene claims is onbewezen, januari. Beschikbaar via [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/nl/ip\\_21\\_269/IP\\_21\\_269\\_NL.pdf](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/nl/ip_21_269/IP_21_269_NL.pdf).
- FD (2020). Bedrijfselite voelt niks voor wettelijk opgelegd 'goed gedrag', 9 september, p.13.
- 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 (2016). Solving Pharma's Shkreli problem. Beschikbaar via <https://www.forbes.com/sites/matthewherper/2016/01/20/solving-pharmas-shkreli-problem/?sh=2f726eb56be3>.
- Fukuyama, F. (2022). *Het liberalisme en zijn schaduwzijden: Verdediging van een klassiek ideaal*, Amsterdam: Atlas Contact.
- Fuller, J. en M.C. Jensen (2010). Just say no to Wall Street: putting a stop to the earnings game, *Journal of Applied Corporate Finance*, 22 (1), pp. 59-63.
- Ghoshal, S. (2005). Bad management theories are destroying good management practices, *Academy of Management Learning & Education*, 4 (1), pp. 75-91.
- Gilens, M. en B.I. Page (2014). Testing theories of American politics: Elites, interest groups, and average citizens, *Perspectives on Politics*, 12 (3), pp. 564-581.
- Grossman, S.J. en O.D. Hart (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy*, 94 (4), pp. 691-719.
- Haar, ter, B. (2021). De Nederlandse overheid heeft deze eeuw nog niets substantieels tot stand gebracht, *bernardterhaar.nl*, 23 april. Beschikbaar via <https://bernardterhaar.nl/uncategorized/de-nederlandse-overheid-heeft-deze-eeuw-nog-niets-substantieels-tot-stand-gebracht>.

- 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), pp. 1223–1237.
- Hart, O. en J. Moore (1990). Property rights and the nature of the firm, *Journal of Political Economy*, 98 (6), pp. 1119–1158.
- Hart, O., A. Shleifer en R.W. Vishny (1997). The proper scope of government: Theory and an application to prisons, *The Quarterly Journal of Economics*, 112 (4), pp. 1127–1161.
- Hart, O. en L. Zingales (2017). Companies should maximize shareholder welfare not market value, *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2 (2), pp. 247–275.
- Hayek, F. (1989). The pretence of knowledge (Nobel Memorial Lecture), *American Economic Review*, 79 (6), pp. 3–7.
- Henderson, R. (2020). *Reimagining capitalism in a world on fire*, New York: PublicAffairs.
- International Monetary Fund (IMF), (2019). World Economic Outlook: growth slowdown, precarious recovery, IMF Rapport, 9 april.
- Jensen, M.C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, *Business Ethics Quarterly*, 12 (2), pp. 235–256.
- Jensen, M.C. (2003). Paying people to lie: The truth about the budgeting process., *European Financial Management*, 9 (3), pp. 379–406.
- 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), pp. 305–360.
- Jong, A. de, A. Röell en G. Westerhuis (2017). De rol van aandeelhouders in historisch perspectief, *ESB*, 102 (4751), pp. 312–315.
- Kam, de, C.A., W.A. Vermeend en R. Goudriaan (1980). Progressieve vennootschapsbelasting?, *ESB*, 65 (3256), pp. 628–633.
- Keynes, J.M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*, Londen: Palgrave Macmillan.
- Lessig, L. (2015). *Republic, lost: How money corrupts congress – and a plan to stop it*, New York: Twelve.
- Loonen, N. en H. Mulder (2020). Hoog tijd voor een maatschappelijke raad in bedrijfsbesturen, *Het Financieele Dagblad* (Opinie), 27 januari, p. 25.
- Magill, M., M. Quinzii en J.-C. Rochet (2015). A theory of the stakeholder corporation, *Econometrica*, 83 (5), pp. 1685–1725.
- Mehrotra, V. en R. Morck (2017). Governance and stakeholders. In: *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, B. Hermalin en M. Weisbach (Eds.), deel 1, Amsterdam: Elsevier, pp. 637–683.
- Mintzberg, H. (2017). MBAs as CEOs: some troubling evidence, *mintzberg.org*, 22 februari. Beschikbaar via <https://mintzberg.org/blog/mbas-as-ceos>.
- Mishel, L. en J. Wolfe (2019). CEO compensation has grown 940% since 1978; typical worker compensation has risen only 12% during that time, Economic Policy Institute. Beschikbaar via <https://files.epi.org/pdf/171191.pdf>.

- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5 (2), pp. 147–175.
- Oxfam International (2020). Power, profits and the pandemic: from corporate extraction for the few to an economy that works for all, Oxfam Policy Paper, 10 september.
- Pfeffer, J. (2005). Why do bad management theories persist? A comment on Ghoshal, *Academy of Management Learning & Education*, 4 (1), pp. 96–100.
- Porter, M.E. en M.R. Kramer (2011). Creating shared value; how to reinvent capitalism – and unleash a wave of invention and growth, *Harvard Business Review*, januari-februari, pp. 62–77.
- Rajan, R.G. (2012). Presidential address: The corporation in finance, *The Journal of Finance*, 67 (4), pp. 1173–1217.
- Robé, J.-P. (2012). Being done with Milton Friedman, *Accounting, Economics, and Law*, 2 (2), pp. 1–31.
- Schoenmaker, D. en W. Schramade (2019). *Principles of Sustainable Finance*, Oxford: Oxford University Press.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny (1997). A survey of corporate governance, *The Journal of Finance*, 52 (2), pp. 737–783.
- Stigler, G.J. (1971). The theory of economic regulation, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2 (1), pp. 3–21.
- The Business Roundtable (1981). Statement on Corporate Responsibility. Beschikbaar via <https://ralphgomory.org/wp-content/uploads/2023/02/1981-Business-Roundtable-Statement-on-Corporate-Responsibility-11.pdf>.
- The Business Roundtable (1997). Statement on Corporate Governance, White paper, september. Beschikbaar via <https://ralphgomory.org/wp-content/uploads/2023/02/Business-Roundtable-1997.pdf>.
- The Washington Post (2022). Lobbying broke all-time mark in 2021 amid flurry of government spending, *The Washington Post*, 12 maart.
- Tirole, J. (2001). Corporate governance, *Econometrica*, 69 (1), pp. 1–35.
- VNO-NCW (2021). Ondernemen voor brede welvaart: naar nieuw Rijnlands samenspel. VNO-NCW Agenda NL 2030, februari. Beschikbaar via [https://www.vno-ncw.nl/sites/default/files/ondernemen\\_voor\\_brede\\_welvaart.pdf](https://www.vno-ncw.nl/sites/default/files/ondernemen_voor_brede_welvaart.pdf).
- Warren, E. (2018). Accountable Capitalism Act. Beschikbaar via <https://www.warren.senate.gov/download/accountable-capitalism-act-one-pager>.
- Winter, J. (2022). De politieke en open vennootschap, *KVS Preadviezen 2022*, pp. 3-9.
- 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), pp. 471-474.
- Zijderveld, A. (1999). *The waning of the welfare state: The end of comprehensive state succor*, Piscataway, New Jersey: Transaction Publishers.
- Zingales, L. (2017). Towards a political theory of the firm, *The Journal of Economic Perspectives*, 31(3), pp. 113–130.



### 3 INVLOED VAN AANDEELHOUDERS VAAK TE BEPERKT‡

*Arnoud Boot*

#### 3.1 INLEIDING

In de afgelopen veertig jaar is de beursgenoteerde onderneming steeds meer in de ban gekomen van de financiële markten. Het Angelsaksische aandeelhouderskapitalisme is volgens velen dominant geworden en zet beursgenoteerde ondernemingen onder grote druk om te presteren, vaak met een korte horizon en sterk sturend op de aandelenkoers. De overtuiging dat een beursgenoteerde onderneming een gemankeerd bestaan leidt, lijkt zich inmiddels diepgeworteld te hebben. Aandeelhouders staan hierdoor in een kwaad daglicht.

Met name sinds de financiële crisis van rond 2008 lijkt een consensus ontstaan dat veranderingen noodzakelijk zijn. Ondernemingen moeten zich veel meer bewust zijn van hun maatschappelijke rol en ook expliciet bijdragen aan bredere welvaart dan het maximaliseren van de aandelenkoers. Met voorbeelden als dat van ‘messias’ Paul Polman, de voormalig CEO van Unilever, wordt geïllustreerd hoe aandeelhouders en financiële markten het goede (het nemen van verantwoordelijkheid voor duurzaamheid bijvoorbeeld) in de weg zitten. Deze consensus is echter veel te makkelijk.

Mijn bedoeling is om in dit hoofdstuk met enige, mogelijk controversiële analyses en gedachten de rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen te nuanceren. Een eerste punt dat ik uitwerk is dat met het concept aandeelhouderswaarde veel minder mis is dan vaak wordt gesuggereerd. Informatieproblemen liggen veelal ten grondslag aan corporate-governanceproblemen, en zijn hoogstens een afgeleide van de focus op aandeelhouderswaarde.

Vervolgens beargumenteer ik dat in veel gevallen het bestuur van een onderneming het probleem is. Zij voelt zich vaak opgejaagd door financiële markten en versterkt door informatieproblemen raakt ze in een kortetermijnmodus waarbij met kortetermijnacties wordt getracht ‘de markt’ tevreden te stellen. Aandeelhouders hiervan de schuld geven is ongelukkig. Het probleem is de informatiekloof tussen markt en onderneming. Dit is een kenmerk van beursgenoteerde ondernemingen waar er een grote afstand bestaat tussen beleggers en onderneming.

Hoewel de primaire invalshoek de beursgenoteerde onderneming is, zal ik een

---

‡ Een kortere versie van dit hoofdstuk is verschenen als preadvies voor de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, zie Boot (2022).

paar uitstapjes maken naar niet-beursgenoteerd aandeelhouderschap waar de informatiekloof anders kan liggen.

Aandeelhouders zijn schijnbaar een prettige, en veelal anonieme schuldige. Het verhaal dat verteld wordt is dat Paul Polman bij Unilever het veld moest ruimen omdat aandeelhouders niets op zouden hebben met maatschappelijke verantwoordelijkheid en louter zouden sturen op kortetermijnwinsten. De vraag is of dit een juiste conclusie is. Was het echte probleem niet dat Polman zich niet meer met het aansturen van Unilever bezig hield? Dat hij de interesse voor het handwerk van het besturen van het bedrijf verloren had? Die karakterisering van de gebeurtenissen zou een ander licht werpen op het aftreden van Polman.

De werkelijke macht van aandeelhouders zie ik ook als veel beperkter dan vaak wordt gesuggereerd. Een reden hiervoor is de genoemde afstand tussen aandeelhouders en beursgenoteerde onderneming. Oplossingen hiervoor zijn ingewikkeld. Men heeft in de afgelopen decennia getracht de afstand te overbruggen en de betrokkenheid van aandeelhouders te vergroten met corporate-governancecodes (bijvoorbeeld de Code Tabaksblad) en regelgeving (transparantie-eisen voor de onderneming en regelingen over stemrecht van aandeelhouders bijvoorbeeld). Meer recentelijk is de aandacht verschoven naar de 'juiste' betrokkenheid waarbij de wenselijkheid van langetermijnwaardcreatie en mogelijk het bevorderen van het nastreven van bredere maatschappelijke doelstellingen centraal is komen te staan, zie ook de bijdrage van Kees Cools in hoofdstuk 2 van deze bundel.

Een vraag die onderbelicht is gebleven is of beleggers überhaupt wel bereid zijn invloed uit te oefenen. Om dit concreet te maken: in toenemende mate zitten beleggers in passieve breed-gespreide index-fondsen (Partnoy, 2017). Inderdaad, diversificatie conform de lessen uit de financieringstheorie. Deze fondsen worden beheerd in een steeds meer geconcentreerde markt waar met de VS als ons voorland een drietal grote beheerders (BlackRock, Vanguard en State Street) alsmar belangrijker wordt. Zij hebben aanzienlijke belangen in werkelijk elke beursgenoteerde onderneming.

Dit suggereert grote macht, maar welke belangen hebben deze super-beheerders om daadwerkelijk als aandeelhouder druk uit te oefenen op ondernemingen? Ik zal laten zien dat de realiteit is dat ze zich gedeinsd willen houden vooral om geen speelbal te worden van de politiek, maar ook door een beleggingspubliek dat zo'n laag mogelijke kosten wil hebben. Voor Europa verwacht ik een vergelijkbare ontwikkeling ondanks dat het lijkt alsof we met onze pensioenfondsen mondiger aandeelhouders hebben.

### **3.2 CORPORATE GOVERNANCE: EEN VEELKOPPIG FENOMEEN**

Het is belangrijk de complexiteit van het corporate-governancevraagstuk te onderkennen. Corporate governance is een veelkoppig fenomeen dat niet is terug te brengen tot een paar meetbare grootheden. Corporate governance is het krachtenspel binnen en rond ondernemingen dat tot doel heeft ondernemingen beter te laten

functioneren, of eigenlijk nog breder, om de welvaart in een land te optimaliseren. Het gaat daarbij over onder meer het ondernemingsklimaat, het vertrouwen in de overheid maar ook tussen mensen onderling, de wijze waarop mensen samenwerken (een onderneming is een samenwerkingsverband), en ook gaat het over regeltjes (inclusief corporate-governancecodes) en rechtszekerheid.

Om de vaagheid verder te illustreren: het succes van Nederlandse ondernemingen wordt vaak uitgelegd door te verwijzen naar onze handelsgeest, het no-nonsense karakter van de Nederlander, en dan weer door onze bereidheid tot samenwerking te benadrukken. Wederom algemene maatschappelijke verklaringen die niet makkelijk (of zelfs niet) te kwantificeren zijn, noch zijn terug te brengen tot uitkomsten van beleid.

Zelfs simpele partiële analyses hebben beperkingen. Zo was het gebruikelijk te spreken over de *Dutch discount* waarmee werd bedoeld dat aandelen van Nederlandse bedrijven ‘goedkoop’ waren omdat Nederland strenge beschermingsconstructies kende (en overigens nog steeds kent) die de macht van aandeelhouders beperkten, en daardoor aandelenkoersen zouden drukken. In hoeverre dat zo is, is de vraag. De literatuur is verre van eenduidig, zo kan het bestaan van beschermingsconstructies helpen een hogere overnameprijs af te dwingen, en dat zou de aandelenkoers kunnen ondersteunen.

Inmiddels wordt echter niet meer gesproken over een Dutch discount waarschijnlijk omdat ondernemingen, of beter gezegd bestuurders van ondernemingen, zich sterk Angelsaksisch zijn gaan gedragen en zich neigen te onderwerpen aan ‘het spel’ van de financiële markten. Een soort permanent ‘pleasen’ van al die analisten, consultants en commentatoren die het dagelijks nieuws bepalen. De laatste jaren zien we hier dan weer een correctie op, zo zet de corporate-governancecode vanaf de update van 2016 sterk in op langetermijnwaardecreatie (zie De Jong, Röell en Westerhuis, 2017).

Hoe dan ook, corporate governance is een dermate complex en veelkoppig fenomeen dat terughoudendheid op zijn plaats is als het over beleidsaanbevelingen gaat. Transparantie en de verantwoordingsplicht van bestuurders moeten volgens mij centraal staan, waarbij de belangrijke opdracht van bestuurders is om richting te geven, en dus het handelen een anker te geven dat voorbij de waan van de dag gaat. Juist voor grotere ondernemingen (met veelal aanzienlijke maatschappelijke impact) is dit van groot belang.

### **3.3 AANDEELHOUDERSORIËNTATIE NIET ZO PROBLEMATISCH, INFORMATIE-PROBLEMEN WEL**

Het concept aandeelhouderswaarde op zichzelf kan veel positiever worden gezien dan vaak gebeurt. De aandelenkoers is in principe niet op de korte termijn gericht maar biedt juist een kijk op de toekomst. Een bedrijf met uitstekende toekomstperspectieven zal een hoge aandelenkoers hebben ondanks mogelijk minieme winsten vandaag.

Ook is er reden om in het speelveld van alle stakeholders in en rond de onderneming, specifiek rekening te houden met aandeelhouders. Als je bijvoorbeeld de positie van aandeelhouders vergelijkt met die van werknemers of verschaffers van vreemd vermogen dan is de aandeelhouder weinig beschermd, en notabene residual claimant: alleen als het goed gaat met de onderneming resteren rendementen voor aandeelhouders. Werknemers en verschaffers van vreemd vermogen lopen zeker ook risico's maar hebben een relatief sterke bescherming via wetgeving (arbeidsrecht, respectievelijk faillissementsrecht) en contracten (arbeidscontracten versus lening-overeenkomsten).

Het is ook met name de aandeelhouder die belang heeft bij het verder versterken van een onderneming. Excellente performance in plaats van zeer goede leidt tot een hogere aandelenkoers terwijl voor werknemers en verschaffers van vreemd vermogen er niet veel verandert. Er is dus wel degelijk iets goeds aan een aandeelhoudersoriëntatie. Ook is het niet zo dat een aandeelhoudersoriëntatie per definitie ten koste gaat van andere stakeholders of de maatschappij. Michael Jensen, een sterk op aandeelhouders georiënteerde Amerikaanse econoom, spreekt over een *enlightened* aandeelhoudersoriëntatie (Jensen, 2002). Dit komt er op neer dat aandeelhouders er belang bij hebben om goed om te gaan met andere stakeholders: zonder tevreden werknemers of klanten geen aandeelhouderswaarde.

Het is nog breder. De bekende historische casus van Shell – het trachten af te laten zinken van een boorplatform (de Brent Spar) – leidde tot een consumentenboycot van Shell, met vervolgens een expliciete onderkenning van Shell dat zij haar maatschappelijk *license to operate* hiermee had beschadigd, en daarmee haar aandeelhouders geen dienst had bewezen. Dus een breed bewustzijn over de consequenties van haar handelen voor de maatschappij kan zeker hand in hand gaan met een aandeelhoudersoriëntatie. Dit betekent uiteraard niet dat hiermee een aandeelhoudersoriëntatie heilig kan worden verklaard. De mate waarin met andere belangen rekening wordt gehouden blijft onbepaald.

Maar is dit beter bij een andere eigendomsstructuur? Ik ben er verre van overtuigd dat een overheidsbedrijf maatschappelijk beter handelt. Als voorbeeld beschouw het *human resource* beleid van Schiphol – een bedrijf waar de overheid 100% aandeelhouder van is. De arbeidsomstandigheden die in 2022 aan het licht kwamen omtrent ingehuurde, en laag betaalde arbeidskrachten bleken onacceptabel te zijn. Net als in de al genoemde casus van Shell, is het voor mij onwaarschijnlijk dat iets dergelijks in het belang is van private aandeelhouders.

Maar aandeelhouders kunnen zeker ook een *bias* hebben. De aandeelhouder heeft baat bij meer risico. De waarde van een onderneming bestaat namelijk uit zowel eigen vermogen (de aandelen) als vreemd vermogen. De aandeelhouder neemt mogelijk te veel risico omdat hij het exclusieve recht op de upside heeft, terwijl de verschaffers van vreemd vermogen juist minder risico willen. Zij hebben het neerwaartse risico, en geen potentieel naar boven. Deze verstoring wordt manifest bij financiële problemen: aandeelhouders willen dan mogelijk met een riskante gok trachten te overleven (niet gokken levert de aandeelhouders niets op) terwijl verschaffers van vreemd vermogen

(wiens geld wordt vergokt) dit niet willen. Vandaar dat verschaffers van vreemd vermogen moeten kunnen ingrijpen bij financiële problemen. Dit is een van de redenen voor het bestaan van de faillissementswet.

Onder normale omstandigheden (dus zonder financiële problemen) speelt dit probleem bijna niet. Aandeelhouders zouden zichzelf in de vingers snijden door te veel risico te nemen omdat verschaffers van vreemd vermogen dan een steeds hogere vergoeding zullen eisen als vergoeding voor dit (latent) risico. Bovendien is veelal sprake van enige marktmacht bij de onderneming waardoor aandeelhouders bij het voortbestaan (dus continuïteit) van de onderneming een rendement kunnen maken. Dit zou door te veel risico te nemen op het spel worden gezet. Het belang van de aandeelhouder staat dus in principe niet op gespannenvoet met de continuïteit van de onderneming.

### *Informatieproblemen zijn cruciaal*

Cruciale problemen ontstaan volgens mij niet door het concept aandeelhouderswaarde op zich, maar door informatieproblemen. Het zijn informatieproblemen die er voor zorgen dat ondernemingen zich mogelijk te veel richten op de korte termijn (informatieproblemen zijn dan veelal minder), en die zelfde informatieproblemen zorgen er mogelijk ook voor dat ondernemingen weggkomen met schadelijk beleid voor anderen (de zogenaamde negatieve externe effecten; de Shell casus) of afzien van goede dingen waar andere(n) ook van zouden kunnen profiteren. Dat laatste wijst dan op *free-riding*-problemen en afschuifgedrag. Kortom, een aandeelhoudersoriëntatie hoeft niet ten koste te gaan van andere stakeholders of de maatschappij, maar informatieproblemen, *free-riding* en afschuifgedrag kunnen het wel degelijk in de weg staan. Voor een overzicht van de economische theorie hierover, zie Holmstrom en Tirole (1989) en Hart en Zingales (2017).

Het mechanisme waarmee informatieproblemen tot verstoringen leiden is tweerlei. Enerzijds maakt het informatieprobleem het voor partijen buiten de onderneming lastig een goede kijk te hebben op de onderneming; 'misdragingen' zijn dan moeilijk te ontdekken. Hierdoor wordt ook de effectiviteit van regelgeving en ook corporate-governancecodes belemmerd. Anderzijds kunnen informatieproblemen directe invloed hebben op het gedrag van ondernemingen. Naarmate er een grotere informatiekloof is tussen onderneming en bijvoorbeeld verschaffers van vreemd vermogen zullen deze laatste zich mogelijk indekken door een hogere vergoeding (rente) te eisen op het ter beschikking stellen van vermogen. Diezelfde hogere geëiste rente kan de onderneming aanzetten tot het nemen van meer risico. Immers minder riskante projecten hebben vaak een meer bescheiden rendement en dit kan mogelijk niet opwegen tegen de hogere gevraagde vergoeding door verschaffers van vreemd vermogen.

In hoeverre deze problemen spelen is afhankelijk van veel factoren. De ene onderneming en/of bedrijfstak is transparanter dan de andere. Ook is het belangrijk te

onderkennen dat ondernemingen afhankelijk van de eigen ontwikkeling en fase in de levenscyclus, verschillend gedrag kunnen vertonen over de tijd. Bijvoorbeeld, het bedrijf Uber kunnen we als kwaai pier zien die handelt in strijd met vele maatschappelijke conventies (bijvoorbeeld door het ontwijken van de afspraken in de taxi-branche-cao – even aannemend dat die bestaat). Dit gedrag is niet goed te praten, maar wel te begrijpen door te onderkennen dat haar doel is de bestaande status quo te doorbreken. Daar kan agressief en onwenselijk gedrag bij komen kijken, waar ze al dan niet mee wekomt. Bij dat laatste spelen informatieproblemen (en mogelijkheden om te lobbyen) een belangrijke rol.

Een bestaande onderneming in een stabiele markt zal vaker geneigd zijn zich zorgvuldiger en veel meer maatschappelijk en correct te gedragen. Zij moet haar *license to operate* behouden en heeft een reputatie te verliezen. Daar tegenover staan dan weer *fly-by-night operators* die van een eenmalige business opportunity gebruik maken en bereid zijn om bochten af te snijden als zij daar mee weg kunnen komen. Daarnaast speelt het eerder genoemde kortetermijngedrag bij informatieproblemen. Deze problemen zijn dus van fundamenteel belang.

### **3.4 AANDEELHOUDER VAAK ONZICHTBAAR, MAAR WEL DRUK VAN FINANCIËLE MARKTEN**

De praktijk is niet dat de aandeelhouder daadwerkelijk aan het roer zit. Deze is zelden in beeld. In bijna alle gevallen is langdurig ondermaats presteren nodig om aandeelhouders te activeren. Voor het bestuur van de onderneming kan dat anders liggen, want dat voelt zich vaak opgejaagd door het circus rond financiële markten. Consultants, investment bankers, analisten en media achtervolgen de onderneming met vragen over waarom de aandelenkoers achterblijft, of juist hoe de hoge aandelenkoers te rechtvaardigen is. Zo kan een lage aandelenkoers duiden op lage verwachtingen bij beleggers over de groeimogelijkheden van een bedrijf. Het is niet uit te sluiten dat druk ontstaat op het management om ‘op zoek te gaan’ naar groei, bijvoorbeeld door overhaaste investeringen of acquisities te doen. Veelal leidt dit niet tot goede beslissingen maar voor consultants en investment bankers kan het heel lucratief zijn. Aan transacties wordt door deze partijen veel verdiend terwijl meer gestage autonome groei vaak beter is voor een onderneming zelf.

Paradoxaal genoeg kan ook een hoge aandelenkoers leiden tot overhaaste acties. Consultants en investment bankers kunnen de onderneming onder druk zetten met als claim dat ‘de markt’ veel van de onderneming verwacht, en dat om de hoge beurskoers te rechtvaardigen een groeispurt nodig is. En dus, ondanks een tegengesteld probleem (de beurskoers is nu hoog), is er wederom een druk om op zoek te gaan naar groei. Dit type druk op de onderneming wordt ten ene male veroorzaakt of versterkt door informatieproblemen. Immers, als alles bij iedereen bekend zou zijn, en dus niemand een informatievoordeel of -nadeel heeft (een soort volledige transparantie en

gelijke kennis bij iedereen) dan zijn overhaaste slechte beslissingen meteen zichtbaar, en dus te voorkomen.

Gegeven de informatieproblemen is het echter mogelijk om signalen te gaan afgeven om het beeld naar buiten over de onderneming te kantelen. Plotselinge daadkracht kan zo'n signaal zijn. Als de beloning van het management afhangt van de aandelenkoers wordt dit versterkt. En met dergelijke signalen kan het management mogelijk ook zijn eigen marktwaarde (en dus perceptie over de eigen kwaliteiten) vergroten. De proliferatie van financiële markten met de permanente beschikbaarheid en zichtbaarheid van aandelenkoersen hebben dit verder versterkt. Kortetermijnkeuzes worden dan extra aangemoedigd (Boot, 2017; Kay, 2012).

Maar dat is fundamenteel anders dan constateren dat aandeelhouders 'schuldig' zijn. In de recente casus van slecht behandelde pakjesbezorgers bij PostNL, kun je de legitieme vraag stellen of aandeelhouders CEO Herna Verhagen werkelijk in de weg hadden gelopen (of hadden willen wegsturen) als zij bij aantreden had gezegd dat ze in haar werknemers ging investeren in plaats van ze anoniem via bemiddelaars ging 'inhuren'. Goede arbeidsrelaties en kwaliteit van de dienstverlening hangen vaak met elkaar samen, en kunnen uiteindelijk waarde-creërend zijn voor aandeelhouders. Of als Shell sterker ging inzetten op duurzame energie omdat dat belangrijk is voor haar eigen toekomst, zou dat een no-go zijn voor haar aandeelhouders? Ik waag het te betwijfelen. Sterk bestuur (dat wel moet leveren; vergelijk Polman) is wat aandeelhouders willen, en daar past een oriëntatie op de langere termijn bij.

Met deze constatering wil ik uiteraard niet zeggen dat aandeelhouders optimaal inzetten op langetermijncreatie, dan wel voldoende inspelen op maatschappelijke uitdagingen. De mate waarin ondernemingen aansluiten op maatschappelijke doelstellingen blijft onbepaald.

### **3.5 GEEN BEURSNOTERING BETER?**

Het is te verwachten dat het spel van financiële markten veel minder speelt als er überhaupt geen beursnotering is. Niet alleen ontbreekt dan de zichtbare aandelenkoers, maar belangrijker, het aandelenbezit is dan veelal meer geconcentreerd en de aandeelhouder staat dicht bij de onderneming. Het informatieprobleem tussen onderneming en aandeelhouder is daardoor klein. Ook is de druk vanuit de financiële markten er niet waardoor het beleid in potentie minder gericht is op de korte termijn. Een familiebedrijf zonder de hectiek van de financiële markten stuurt mogelijk juist op de echte lange termijn waardoor zij toekomstige gevolgen van schadelijk gedrag vandaag internaliseert en daardoor tot betere maatschappelijke afwegingen komt.

Maar voordat we hier te enthousiast over worden, de mindere zichtbaarheid van niet-beursgenoteerde ondernemingen kan evenzeer tot maatschappelijk schadelijker gedrag leiden. Een beursnotering brengt immers transparantie en een grotere verant-

woordingsplicht met zich mee. Het is dus niet evident wat dit in totaliteit betekent voor het gedrag van de onderneming richting stakeholders en maatschappij.

Wederom geldt hier dat er geen eenduidige conclusies kunnen worden getrokken. Dat geldt ook voor de casus van *private equity*. Deze investeerders slagen er in om grote ondernemingen van de beurs te halen, en vervolgens vaak te herstructureren en uiteindelijk weer door te verkopen. De transacties gaan gepaard met een substantiële hoeveelheid vreemd vermogen. Het eigendomsmodel van private equity is tijdelijk; een exit is meestal voorzien na 4 à 7 jaar. Het is een aan belang winnend governance-model dat goede effecten kan hebben, maar evenzeer verkeerd kan uitpakken. Door een scherpe financiële prikkel (onder meer door een relatief hoge mate van financiering met vreemd vermogen) zet het aan tot actie om verbeteringen door te voeren in de onderneming waarin is geïnvesteerd. Het biedt een meer afstandelijke blik op de onderneming, waarbij teruggevallen kan worden op de financiële slagkracht, de expertise en het netwerk van het private equitybedrijf. Tegelijkertijd zitten de investeerders dicht op de onderneming waardoor informatieproblemen klein zijn. Maar private equity kent mogelijk ook nadelen, en excessen doen zich voor. De belangrijkste potentiële conflicten van een private-equityfonds met andere stakeholders zijn de prikkel om zwaar in te zetten op snelle reorganisaties waar zorgvuldigheid uit het oog wordt verloren.

Ook hier geldt dat de gevolgen voor stakeholders en maatschappij niet eenduidig zijn (zie Morris en Phalippou, 2020; Boot et al., 2020; Boot en Cools, 2007).

### 3.6 GROEIENDE CONCENTRATIE EN INDEXBELEGGEN HELPEN NIET

De problematiek van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen wordt verder gecompliceerd door de concentratie van het vermogensbeheer en het toenemende belang van indexbeleggen (Dasgupta, Fos en Sautner, 2021). In de Amerikaanse markt zijn Blackrock, Vanguard en State Street inmiddels veruit de grootste beleggers. In theorie geeft dit hen grote macht. In de praktijk echter zijn de grote beheerders terughoudend om van zich te laten horen. Ze ervaren politieke druk, en die 'politisering' maakt ze huiverig.

Ter illustratie; bekijk de toenemende druk op ondernemingen om een grotere maatschappelijke impact te hebben. Hoe moeten de grote beheerders hierop sturen? Ze zijn aarzelend omdat polarisatie dreigt. Hun omvang plaatst ze in de schijnwerpers. Zo lijkt de staat Californië de beheerders te dwingen tot sturing op maatschappelijke impact, duurzaamheid met name, terwijl de staat Texas juist het tegenovergestelde doet. BlackRock staat in Texas onder druk om te blijven beleggen in fossiel en niet het 'woke capitalism' uit te dragen. Zullen de beheerders nog enig animo hebben om leidend te zijn? Dus de paradox is dat de grote beheerders supermachtig lijken, maar misschien helemaal niet zijn. Op zijn minst lijkt sprake van een politisering van hun rol.



Voor met name Nederland lijkt de praktijk anders. Pensioenfondsen spelen hier een belangrijke rol en laten (nog) van zich horen. Ik verwacht echter dat in de toekomst identieke ontwikkelingen zich hier zullen afspelen.

En wat betekent het überhaupt dat een grote beheerder een aanzienlijk belang heeft in werkelijk elke onderneming? Hiervan is inmiddels sprake. Onder de naam *common ownership* wordt benadrukt dat dit aanmoedigt tot softe concurrentie tussen bedrijven (goed voor de aandeelhouder die overal in zit), maar mogelijk slecht voor ondernemerschap en de economie als geheel. Er is echter ook de suggestie dat dergelijke universele aandeelhouders zouden kunnen gaan voor het hogere doel van *shareholder welfare* (Hart en Zingales, 2017). Namelijk, doordat de grote beheerders overal in zitten, worden veel externe effecten geïnternaliseerd waardoor men eerder geneigd is deze in de besluitvorming mee te nemen.

Aan dit laatste komt men echter niet toe. De genoemde politisering maakt de grote beheerders angstig hun nek uit te steken. BlackRock's Larry Fink met zijn jaarlijkse brief aan CEO's pleitend voor een beter kapitalisme, lijkt een uitzondering. Maar ook dat is niet per definitie goed. Willen we dermate afhankelijk zijn van de juistheid van denken van een enkeling? Ik verwacht overigens dat BlackRock zich passiever zal gaan opstellen gezien de ingewikkelde politieke discussies rond ESG (Environmental, Social en Governance) en de polarisatie daarover in de maatschappij. Het terugvallen op engere financiële maatstaven is dan waarschijnlijk.

En als er al actie is bij aandeelhouders, is dat lang niet altijd op basis van eigen analyses. Vaak worden min of meer stilzwijgend de stemadviezen van de *proxy advisory firms* ISS en Glass Lewis overgenomen. Deze firma's spelen een belangrijke rol bij met name kleinere beheerders. Bij gespreide beleggingsportefeuilles is sprake van een veelheid aan ondernemingen waarin wordt belegd. Beheerders worden dan geconfronteerd met relatief hoge kosten als men actief wil zijn op aandeelhoudersvergaderingen. Hieraan ontnemen proxy advisory firms hun bestaansrecht. Zij geven stemadviezen waar beleggers (en beheerders) hun voordeel mee kunnen doen. Ook deze stemadviesmarkt is overigens sterk geconcentreerd, en daar dreigt eveneens politisering.

### *Diversiteit is nodig*

Voor het grotere shareholder welfare-denken en ESG-impulsen zullen nieuwe, en meer gespecialiseerde partijen onontbeerlijk zijn. Zij kunnen zonder angst bestaande klanten te verliezen een clientèle opbouwen op basis van een onderscheidend eigen profiel. En als kleinere spelers zijn ze minder gevoelig voor politisering. Qua aanbeveling betekent dit dat de diversiteit in de markt voor vermogensbeheer zou moeten worden bevorderd.

Hetzelfde speelt aan de kant van stemadviesbedrijven, de proxy advisors. Het tweetal, ISS en Glass Lewis, heeft deze markt grotendeels in handen. Deze grote beheerders hebben in principe de stemadviseurs niet nodig. Zij kunnen zichzelf informeren en op aandeelhoudersvergaderingen actief zijn. Overigens doen ze dit slechts

in beperkte mate door de genoemde angst voor politisering, maar ook vanwege de dominantie van indexbeleggen waarbij lage kosten vooropstaan. Men is dan ook geneigd zich achter stemadviseurs te verschuilen. Voor kleinere partijen geldt dat het bijna onmogelijk is actief te zijn over het brede scala van bedrijven die in de index zitten. Zij zien stemadviseurs als een kosten-efficiënte manier om invulling te geven aan hun *fiduciary duty* om te stemmen waar nodig.

De concentratie op deze markt zorgt ook hier voor een dreiging van politieke (en activistische) beïnvloeding. Het is dan ook wenselijk dat hier toetreding mogelijk is, door bijvoorbeeld stemadviesbureaus die zich op niche-onderwerpen concentreren. De tendens in het beleid is echter scherpere regels te formuleren waaraan stemadviesbureaus moeten voldoen (Spatt, 2021; Rose, 2021). Dit zal toetreding bemoeilijken en de concentratie bestendigen.

Op een hoger, theoretisch vlak speelt de zorg dat de dominantie van een paar spelers prijsvorming in de financiële markten bemoeilijkt. Wat hiermee wordt bedoeld is dat prijsvorming afhankelijk is van het tot uitdrukking komen van verschillen in inzicht en diffuse informatie in vraag en aanbod. En de confrontatie van vraag en aanbod op basis van deze verschillen van inzicht en diffuse informatie leidt dan tot een soort consensus in de prijsvorming. Maar hoe gaat dit werken als er nog maar een paar partijen zijn die zich hiermee bezighouden, en eigenlijk iedereen ‘blind’ in de index belegd?

### 3.7 TOT SLOT

Aandeelhouders worden soms gezien als oplossing, en soms als probleem. Ik heb er nog een dimensie aan toegevoegd. De sterke groei van de grote beheerders van indexfondsen, heeft in potentie deze beheerders grote macht gegeven. Ze hebben aanzienlijke belangen in elke beursgenoteerde onderneming. Maar door hun omvang staan ze onder enorme politieke druk, en zijn ze terughoudend in het uitoefenen van hun aandeelhoudersrechten. Een soort paradox – in potentie zeer machtig, in werkelijkheid durven ze zich amper te laten horen. De moedige jaarlijkse brieven van Larry Fink van BlackRock daar gelaten. De concentratie in de markt is zorgelijk. Hetzelfde geldt voor de geconcentreerde markt van proxy advisors (ISS en Glass Lewis). De Nederlandse (en deels Europese) praktijk lijkt nog afwijkend, maar ik verwacht hier vergelijkbare ontwikkelingen.

De grote concentratie van aandelenbezit is hierbij het probleem. Ik concludeer dat maatregelen gericht moeten zijn op het verkrijgen van een grotere diversiteit, en het beperken van concentratie. Dit is ook cruciaal om de onderliggende verschillen in preferenties bij beleggers in de prijsvorming en stemgedrag tot uitdrukking te laten komen. Het is de extreme en groeiende concentratie van aandelenbezit, en nota bene bij beheerders die in alle beursgenoteerde ondernemingen tegelijkertijd zitten, dat problemen geeft. Dit klinkt mogelijk verrassend gegeven het traditionele inzicht dat

de grote spreiding van aandelen bij beursgenoteerde ondernemingen, aandeelhouders onmachtig maakt (free-riding problemen). Inmiddels is het probleem omgeslagen in te veel concentratie.

Zoals uit de volgende paragraaf blijkt is corporate governance een buitengewoon ingewikkeld vraagstuk – veelkoppig zoals ik het heb genoemd. De praktijk neigt naar het dichtreguleren van corporate governance. Er is echter een noodzaak van diversiteit op (bijna) alle fronten. Dichtreguleren bestendigt ook de concentratie in vermogensbeheer en is dus onwenselijk. Ook is *one-size-fits-all* zelden wenselijk. In het geval van corporate-governanceregeltjes leidt dit tot box ticking, kuddegedrag, etc. en vooral niet tot het zelf nadenken en invulling geven aan de eigen verantwoordelijkheid.

Ik heb het grote belang van transparantie benadrukt. Ook is een zware verantwoordingsplicht van bestuurders cruciaal. Zij hebben veelal een informatievoorsprong, en de problemen die daaruit voortkomen zijn in mijn ogen de kern van het corporate-governancevraagstuk.

Tenslotte, het zou ook passen om aandeelhouders uit het verdomhoekje te halen. Aandeelhouders zijn veel minder het probleem dan vaak wordt gesuggereerd. Tegelijkertijd zal ik de laatste zijn die van beursgenoteerde ondernemingen ‘broodjes’ wil maken die zo maar over de toonbank kunnen worden verhandeld. Het opportunisme bij partijen in de financiële markt kent geen grenzen. We willen niet dat Elon Musk in een waan zomaar het bestaansrecht van andere ondernemingen kan ondermijnen. Niemand heeft de waarheid in pacht, en de vermogensconcentratie in de wereld maakt het mogelijk voor individuen om op basis van eigen (waan)beelden en middelen de werkelijkheid naar hun hand te zetten.

Vergelijkbaar is het door sociale media gedreven handelsgedrag – extreem kuddegedrag kan daarbij zo maar leidend zijn. Ook agressieve beleggers zoals hedge funds hebben hun rol, maar ze zijn niet zaligmakend. Dit zijn allemaal voorbeelden van concentratie in de markt die informatie-aggregatie, evenwichtige prijsvorming en het afgewogen handelen in de weg kunnen zitten. Checks and balances, ook voor aandeelhouders, zijn dus nodig. Enige beschermingsconstructies zijn dan ook op hun plaats. Dus ook hier speelt het vinden van de juiste balans. Simpele ‘oplossingen’ of ‘waarheden’ zijn er niet.

## LITERATUURLIJST

- Boot, A.W.A. (2010). *De ontwortelde onderneming*, 2e druk, Deventer: Kluwer.
- Boot, A.W.A. (2017). Geen haast maar herbezinning in het corporate governance-debat, *ESB*, 102 (4751), pp. 316-319.
- Boot, A.W.A. (2022). Aandeelhouders: hebben ze (te veel) invloed?, in: *Preadviezen voor de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2022*, R. Claassens en D. Schoenmaker (Redactie), Jaarvergadering, 17 november, pp. 51-57.
- Boot, A.W.A. en K. Cools (2007). Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur, *KVS Preadviezen 2007*, Jaarvergadering, 11 december, pp. 15-55.
- Boot, A.W.A., J.E. Ligterink en J. Martin (2020). Private equity en waardecreatie, *Ondernemingsrecht*, 2020-16, pp. 813-820.
- Dasgupta, A., V. Fos en Z. Sautner (2021). Institutional investors and corporate governance, ECGI Working Paper Series in Finance, working paper N° 700/2020.
- Hart, O. en L. Zingales (2017). Companies should maximize shareholder welfare not market value, *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2 (2), pp. 247-275.
- Holmstrom, B. en J. Tirole (1989). The theory of the firm. In: *Handbook of Industrial Organization*, R. Schmalensee en R. Willig (Eds.), Elsevier, deel 1, hoofdstuk 2, pp. 61-133.
- Jensen, M. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, *Business Ethics Quarterly*, 12 (2), pp. 235-256.
- Jong, A. de, A. Röell en G. Westerhuis (2017). De rol van aandeelhouders in historisch perspectief, *ESB*, 102 (4751), pp. 312-315.
- Kay, J. (2012). The Kay review of UK equity markets and long term decision making, Final Report, 12/9/17, Londen. Beschikbaar via [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf).
- Morris, P. en L. Phalippou (2020). Thirty years after Jensen's prediction: is private equity a superior form of ownership?, *Oxford Review of Economic Policy*, 36 (2), pp. 291-313.
- Partnoy, F. (2017). Are index funds evil, *The Atlantic*, september. Beschikbaar via <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2017/09/are-index-funds-evil/534183/>.
- Rose, P. (2021). Proxy advisors and market power: a review of institutional investor robovoting, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 27 mei. Beschikbaar via <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/27/proxy-advisors-and-market-power-a-review-of-institutional-investor-robovoting/>.
- Spatt, C. S. (2021). Proxy advisory firms, governance, market failure, and regulation, *The Review of Corporate Finance Studies*, 10 (1), pp. 136-157.

## OVER DE AUTEURS

DIRK J. BEZEMER is hoogleraar Economie van de Internationale Financiële Ontwikkeling aan de Rijksuniversiteit Groningen. Hij studeerde economie en landbouwwetenschappen aan Wageningen University en promoveerde in 2001 aan de Universiteit van Amsterdam. Hij was onderzoeker aan het Imperial College van de universiteit van Londen en werkte onder meer als beleidsadviseur ontwikkelingseconomie voor de Britse overheid. Zijn onderzoeksgebieden betreffen de financiële sector, kredietcycli, monetair beleid, de oorzaak van economische crises, de rol van pensioenfondsen, en duurzame financiering.

KEES COOLS is bestuursadviseur en Senior Fellow bij Tilburg University. Hij was eerder hoogleraar Corporate Finance en Governance aan TIAS Business School van Tilburg University en hoogleraar corporate finance aan de Rijksuniversiteit Groningen. Hij was partner bij The Boston Consulting Group en bij Strategy& (voorheen Booz&Company). Hij was onder meer lid van de eerste Corporate Governance Monitoring Commissie ('commissie Frijns') en schreef het managementboek van het jaar *Controle is goed, vertrouwen nog beter*. Hij studeerde economie (cum laude), filosofie (cum laude) en postdoctoraal accountancy aan de Universiteit van Tilburg, waar hij in 1993 promoveerde op het terrein van de corporate finance.

ARNOUD BOOT is hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam en lid van de Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen (KNAW). Hij is Research Fellow aan het Centre for Economic Policy Research (CEPR) in Londen en Chair van de Scientific Council van de Brusselse denktank Bruegel. Eerder was hij verbonden aan de Kellogg Graduate School of Management van Northwestern University in Chicago. Van 2016-2023 was hij voorzitter van de European Finance Association. Zijn publicaties zijn onder meer verschenen in *The American Economic Review* en *The Journal of Finance*.



## EERDERE PUBLICATIES IN DE REEKS *TOPICS IN CORPORATE FINANCE*

- 29 Perspectives on Central Clearing and Competition Policy, by A.J. Menkveld, G. Vuillemeij, M.P. Schinkel, L. Treuren, T. Klein and G. Shier, 2021.
- 28 Perspectives on Leveraged Finance and Fintech, by R. de Weijts, A. Jonkers, A.W.A. Boot, P. Hoffmann, L. Laeven and L. Ratnovski, 2020.
- 27 Sustainable Finance and Government Policy, by D. Schoenmaker, R. van Tilburg, E. Achterberg and M. van Son, 2019.
- 26 Understanding Fintech and Private Equity, by A.W.A. Boot, J.E. Ligterink and J.K. Martin, 2018.
- 25 Private equity: waardecreatie, herverdeling en excessen (in Dutch), by J.E. Ligterink and J.K. Martin, 2017.
- 24 Understanding the Crisis: Bank Funding Structures as Source of Instability, by T. Yorulmazer, 2015.
- 23 Towards a Better Understanding of the Capitalization of Banks, by A.R. Admati and others, 2014.
- 22 Transactiemaatschappij en financiële markten: op zoek naar een nieuwe balans (in Dutch), by A.W.A. Boot, 2013.
- 21 Macro-economische oplossingen gezocht: naar integrale oplossingen voor de onevenwichtigheden in wonen, pensioen, ouderenzorg en het bancaire landschap (in Dutch), by L. Bovenberg, 2012.
- 20 Towards a Final Resolution of the Euro and Banking Crisis, by P. de Grauwe and A.W.A. Boot, 2011.
- 19 The Global Banking Crisis and the Post-Crisis Banking and Regulatory Scenario, by D.T. Llewellyn, 2010.
- 18 Regulating Private Equity, by L. Phalippou, 2010.
- 17 Towards a Fundamental Understanding of Financial Sector Developments, with contributions of F. Partnoy, A.W.A. Boot and A.V. Thakor, 2009.

- 16 Corporate finance theorie en financiële crisis in breder perspectief (in Dutch), by A.W.A. Boot, 2008.
- 15 Private equity en aandeelhoudersactivisme (in Dutch), with contributions of A.W.A. Boot, H. T. J. Smit and W.A. van den Berg, A. Schmeits, J. Fidrmuc and P. Roosenboom, and D. van Dijk, A. Schwienbacher, L. Goossens and S. Manigart, and M. Meuleman, J.A. McCahery and E.P.M. Vermeulen, 2007.
- 14 Headquarters and Innovation: Does Location Matter?, by X. Vives and V. Strauss-Kahn, 2007.
- 13 The Quality of Corporate Law and the Role of Corporate Law Judges, with contributions of L. Bouchez, A. Karpf, J. Winter, W.W. Bratton, J.A. McCahery, J.B. Jacobs, J.L. Reed, L. Timmerman, M.J. Kroeze, M.W. Josephus Jitta and L. Enriques, 2006.
- 12 Understanding (Un)incorporated Business Forms, by J.A. McCahery and E.P.M. Vermeulen, 2005.
- 11 Recent Research on the Investment Behavior of Private Equity Fund Managers, by D. Cumming, G. Fleming and A. Schwienbacher, 2005.
- 10 Corporate governance: een agenda voor de toekomst (in Dutch), by M.J.G.C. Raaijmakers, G. van Solinge and P. Frentrop, 2005.
- 9 Entrepreneurship and Venture Capital, by A. Bhidé, 2004.
- 8 Perspectives on the Theory and Practice of Corporate Finance, by V. Maksimovic, D. Brounen, A. de Jong and K. Koedijk, 2004.
- 7 Securitisation: Economics en Europees perspectief (in Dutch), by J.J.A. Leenaars, 2003.
- 6 Global Corporate Governance and Accounting Transparency, by U. Bhattacharya, 2003.
- 5 The Role of Bank Funding for the Corporate Sector: the Netherlands in an International Perspective, by A. Saunders and A. Schmeits, 2002.
- 4 Management Compensation in the Netherlands: Theory, Evidence, and Best Practice, by T.T. Milbourn, 2001.



- 3 De efficiëntie van de Nederlandse faillissementswetgeving (in Dutch), by A.W.A. Boot and J.E. Ligterink, 2000.
- 2 Perspectives on the Regulation of the Financial Services Industry, with contributions of E.I. Altman and A. Saunders, and A.W.A. Boot, T.T. Milbourn, and S. Dezelan, 2000.
- 1 The Future of Banking: Two Essays on the Consolidation in the Financial Sector, by I. Walter and A.W.A. Boot, 1999.

For more information check the website: <http://www.accf.nl>.

### **Amsterdam Center for Corporate Finance**

The Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF) is a thinktank specializing in the financial management of corporations and the operations of the financial sector. The ACCF promotes high quality research on the interface between financial theory and corporate policy. With a variety of activities, it provides a forum for dialog between academics and practitioners. The ACCF is an independent foundation and is supported by major financial and industrial corporations, consultancy agencies and (semi) government bodies. It is affiliated with the University of Amsterdam.

#### **Director**

A.W.A. Boot

#### **Board**

J.E. Ligterink

J.B.M. Streppel

#### **Address**

Plantage Muidersgracht 12

1018 TV Amsterdam

P.O. Box 15953

1001 NL Amsterdam

The Netherlands

Phone: +31 20 525 4162

E-mail: [office@accf.nl](mailto:office@accf.nl)

<http://www.accf.nl>