

## Doorbreken old-boys netwerk heeft ook negatieve gevolgen

# Angelsaksisch model leidt tot n

**Steeds meer beursgenoteerde Nederlandse bedrijven zijn onder invloed gekomen van het Angelsaksische denken, waarbij de focus ligt op het creëren van aandeelhouderswaarde. Deze bedrijven presteren echter slechter dan bedrijven die dat niet doen, constateert Pieter-Jan Bezemer. Dat komt doordat zij minder investeren in innovatie en scholing van personeel.**

Het huidige maatschappelijk debat rond de salarissen van topmanagers en de rol van banken in de financiële crisis toont een belangrijke spanning tussen enerzijds rendementsdenken en anderzijds maatschappelijk verantwoord ondernemen. De essentie van deze spanning voert terug naar grote verschillen tussen het Angelsaksische model en het Rijnlandse model. In het eerste model wordt de onderneming vooral gezien als een instrument om zoveel mogelijk waarde te creëren voor de aandeelhouders, terwijl het Rijnlandse model de onderneming veel meer typeert als een verband tussen stakeholders en de nadruk legt op relaties in netwerken.

Hoewel het decennialang gebruikelijk is geweest dat Nederlandse ondernemingen volgens het Rijnlandse model opereerden, hebben de globalisering en liberalisering van financiële markten eraan bijgedragen dat er steeds meer Angelsaksische invloeden in Nederland zijn waar te nemen. Voorbeelden hiervan zijn de toenemende invloed van activistische aandeelhouders uit het buitenland (zoals tijdens de verwikkelingen rond ABN Amro en Stork) en de populariteit van prestatieafhankelijke beloningsstructuren.

Het was echter onbekend in hoeverre het Angelsaksische model in Nederland door bedrijven wordt toegepast en welke invloed dit vervolgens heeft gehad op de financiële prestaties. Door middel van een inhoudsanalyse van meer dan 1400 jaarverslagen van top-100 beursgenoteerde ondernemingen gedurende de periode 1992-2006 kunnen we daar nu meer over zeggen.

### Oriëntatie op aandeelhouderswaarde

De resultaten van deze analyse laten een duidelijke verspreiding van het Angelsaksische model zien in Nederland: daar waar 13% van de ondernemingen in 1992 aandeelhouderswaarde of een equivalent

---

Pieter-Jan Bezemer is verbonden aan de vakgroep Strategie en Omgeving van de Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit. Dit artikel is gebaseerd op zijn proefschrift (zie: [http://www.irim.eur.nl/ERIM/publications/irim\\_phd\\_series](http://www.irim.eur.nl/ERIM/publications/irim_phd_series)). Met dank aan Frans Van Den Bosch en Henk Volberda voor hun medewerking aan deze bijdrage.

daarvan benadrukt in het jaarverslag, is dit percentage in 2006 al gestegen naar 74%. Bedrijven benadrukken dit niet alleen in het jaarverslag, maar maken bovendien ook steeds meer gebruik van methoden die geassocieerd worden met een aandeelhouderswaardeoriëntatie. Zo steeg het gebruik van aandelen- of optieregelingen, managementsystemen met een nadruk op economische waardeconcepten (EVA) en inkoopprogramma's voor eigen aandelen gedurende de periode 1992-2006 met circa 200%. Een geïnterviewde commissaris herkende de geschetste trend en beschreef deze als "de aanwezigheid van een fundamenteel begrip binnen Nederlandse ondernemingen dat de belangen van aandeelhouders tegenwoordig nauwkeurig in ogenschouw moeten worden genomen. En dat is anders dan vijftien jaar geleden. Bedrijven wisten toen zelf het beste wat goed was voor de aandeelhouders op de lange termijn." Daarmee lijkt er sprake te zijn van een belangrijke verandering in de bedrijfsfilosofie van een groot gedeelte van de top-100 beursgenoteerde ondernemingen in Nederland.

### Oorzaken

Onze onderzoekresultaten tonen aan dat met name twee groepen aandeelhouders een grote invloed uitoefenden op de verspreiding van het Angelsaksische model in Nederland. Ten eerste zijn dit grote aandeelhouders met een Angelsaksische nationaliteit. Gezien het succes van de Amerikaanse economie gedurende de afgelopen decennia is het bijna vanzelfsprekend dat deze investeerders ook in Nederland aandeelhouderswaarde benadrukken. Een geïnterviewde commissaris merkte in dit kader op "dat je er als onderneming op voorbereid moet zijn dat deze investeerders tijdens aandeelhoudersvergaderingen, als ze überhaupt komen, praten over Amerikaanse ideeën: ze praten over aandeelhouderswaarde."

Ten tweede blijkt dat grote aandeelhouders met een financiële achtergrond (zoals banken, hedgefondsen en verzekeringsmaatschappijen) bijgedragen hebben aan de Anglo-Amerikanisering in Nederland. De reden hiervoor is dat deze investeerders zelf onder druk staan van globale financiële markten, zich bewust zijn van het



# inder rendement

belang van aandeelhouderswaarde en rendement en dit doorvertalen naar de bedrijven waarin ze een belang hebben. Bovendien ligt de focus bij opleidingen voor managers van dergelijke financiële instellingen voornamelijk op financiële modellen. Opvallend is overigens dat het hierbij niet alleen gaat om participatiemaatschappijen en hedgefondsen - partijen die veel aandacht hebben gekregen van de media - maar ook om financiële partijen als pensioenfondsen. Een manager van een pensioenfonds merkte dan ook op dat het erop lijkt dat "pensioenfondsen zijn meegelift op de golven van het rendementsdenken die door andere financiële partijen zijn gecreëerd".

## Beursprestaties

Het ligt voor de hand dat een focus op aandeelhouderswaarde ertoe leidt dat ondernemingen betere prestaties zullen laten zien op de korte termijn. Onze onderzoeksresultaten uit de Nederlandse context laten echter zien dat de toegenomen focus op aandeelhouderswaarde in de praktijk niet het gewenste effect sorteert: bedrijven die aandeelhouderswaarde benadrukken, presteren op de beurs niet significant beter dan bedrijven die dit niet doen. Bovendien lag het rendement op hun totale activa (ROA) dat deze ondernemingen behaalden gemiddeld 17% lager dan dat van bedrijven die dit niet deden. Deze bevindingen weerspiegelen dan ook goed de maatschappelijke kritiek op het Angelsaksische model.

Een verklaring voor deze negatieve samenhang is dat het Angelsaksische denken wrijving oplevert in de netwerkrelaties tussen betrokken stakeholders in Nederland. Het Amerikaanse model gaat namelijk hoofdzakelijk uit van marktwerking, concurrentie en eigenbelang in plaats van duurzame samenwerking met partijen als leveranciers, klanten en werknemers. Bovendien gaat het Angelsaksische model voorbij aan het meer op de langere termijn gerichte investeren in kennis, innovatie en personeel, zoals gebruikelijk in het Nederlandse model. Een geïnterviewde commissaris wees in dat kader dan ook op het feit dat "het besparen op onderzoeksbudgetten en onderwijskosten van medewerkers vaak als de beste manier werd gezien om te beginnen met het creëren van aandeelhouderswaarde."

## Old-boys netwerk

Het Amerikaanse gedachtegoed is ook terug te zien in het bestuur van Nederlandse bedrijven. De afgelopen jaren is er in lijn met hervormingen als Sarbanes-Oxley in de Verenigde Staten (2002) en de Code Tabaksblat in Nederland (2003) een sterkere nadruk komen te liggen op onafhankelijk toezicht door commissarissen en het beperken van risico's om zo nieuwe bedrijfsschandalen te voorkomen. Hoewel onze resultaten laten zien dat het commissariaat hierdoor geprofessionaliseerd en verzaamd is, zijn er ook negatieve implicaties in de Nederlandse context waarneembaar.

Door onafhankelijk toezicht is netwerk van beursgenoteerde ondernemingen uit elkaar gevallen

De nadruk op onafhankelijkheid en toezicht heeft ervoor gezorgd dat het netwerk tussen beursgenoteerde ondernemingen door overlappende commissariaten deels uit elkaar gevallen is tijdens de afgelopen periode. Zo verloor de top-100 beursgenoteerde

bedrijven gemiddeld 20% van deze netwerkcontacten gedurende periode 2001-2005. Hoewel deze ontmanteling van het netwerk maatschappelijk gezien vaak als positief wordt ervaren, beperkt deze ontwikkeling wel de mogelijkheden om kennis over bijvoorbeeld nieuwe markontwikkelingen of regelgeving te verwerven en te delen via netwerkrelaties. In combinatie met een nadruk op financiële prestaties op de korte termijn en het beperken van risico's, zou dit een negatieve invloed kunnen hebben op de innovatiecapaciteit en het vernieuwingspotentieel van bedrijven in Nederland.

## Doorgeschoten

Onze data laten dus zien dat een toenemend aantal van de top-100 beursgenoteerde ondernemingen in Nederland zich zowel in woord en daad meer is gaan richten op aandeelhouderswaarde gedurende de periode 1992-2006. Opmerkelijk genoeg heeft dit geresulteerd in minder positieve financiële prestaties. Dat roept de vraag op of deze bedrijven niet zijn doorgeschoten in het overnemen en implementeren van Angelsaksische principes. Wellicht is het zaak het Nederlandse gedachtegoed niet te gemakkelijk in te ruilen in een globaliserende wereld. Het zou kunnen dat de huidige financiële crisis een kentering teweeg brengt. Maar voor zover we van het verleden kunnen leren, zijn we daar niet al te optimistisch over. Want hoewel de populariteit van een oriëntatie op aandeelhouderswaarde aan het begin van het decennium - rond de val van de beurskoersen en de verschillende bedrijfsschandalen zoals Enron en Ahold - een tijdelijke terugval liet zien, bleek de toename van deze oriëntatie daarna vrij robuust. De toekomst zal uitwijzen of zich dat herhaalt.