

# Rijnlands versus

De activiteiten van hedge-fondsen plaatsten de veronderstelde tegenstelling tussen het Angelsaksische en Rijnlandse model plotseling weer in de schijnwerpers. Was Tabaksblad achteraf een brug te ver naar het westen? Of gaat het om schijntegenstellingen en zijn de 'emotionele oprispingen' vooral bedoeld voor de bühne?

BERT BAKKER

net **Financieel**  
management

Even, héél even leek het of Nederland vrede had met de manier waarop de invloed van aandeelhouders op beursgenoteerde bedrijven geregeld was. In 2004 werd na veel strijd de code Tabaksblad geïntroduceerd, een compromis tussen het Nederlandse structuurregime, een governancevorm die op een veelheid van belanghebbenden (stakeholders) is gericht, en het Brits-Amerikaanse bestuursmodel, waarin invloed en rendement voor aandeelhouders centraal staan. We leken verzoend met het idee dat de kapitaalmarkt een werkelijk mondiale markt is, waar de Amerikaans-Britse cultuur nu eenmaal de sterkste, meest innovatieve en dynamische is.

Maar de vrede was van korte duur. Vorig jaar verschenen de eerste hedge- en private equity-fondsen op het Damrak, allemaal van overzee. Aangetrokken door de verschillen tussen beurswaarde en de waarde van de diverse bedrijfsactiva, poogden private equity-fondsen hele bedrijven of delen ervan op te kopen, en zetten hedge-fondsen directies onder druk om bedrijfsonderdelen te gelde te maken. VNU was een van de eerste doelwitten, Ahold het meest recente. ABN AMRO kan een volgende zijn.

## 'Sprinkhanen'

Vrijwel meteen waren alle oude onderbuikgevoelen weer terug: *Überfremdung* van 'ons eigen Rijnland' door Angelsaksische barbaren dreigde, en die vermaledijde code had de poort opengezet. Vakbondsbestuurder Henk van der Kolk, CDA-minister van Economische Zaken Joop Wijn, oud-ING Groep-voorzitter Aad Jacobs en zijn ABN AMRO-tegenvoeter van destijds, Jan Kalf, sprongen - *bien étonnés de se trouver ensemble* - op de Rijnlandse barricade. De gewetenloze, geldzuchtige Angelsaksische bedrijvenopkopers - Wijn gebruikte net als zijn Duitse collega het woord 'sprinkhanen' - moest de pas afgesneden worden.

Zulke emotionele reacties roepen meteen de vraag op: was er achteraf wel voldoende draagvlak voor 'Tabaksblad', als niet alleen



# Angelsaksisch



Donald Kalff: 'Iedereen schijnt te geloven dat het Amerikaanse ondernemingsmodel zo succesvol is. Een groot misverstand.'

links en confessioneel Nederland maar ook *captains of industry* grote problemen hebben met de code?

## Zuurkool met spek

Maar op een meer wezenlijk niveau: waar staan die makkelijk gebruikte termen Angelsaksisch en Rijnlands precies voor? Is het echt zo evident

dat Rijnlanders op overnamepad in Angelsaksisch gebied zich heel anders gedragen? Hoe kunnen 'Rijnlanders', mensen uit het gebied aan weerszijden van de Rijn - dus Zwitsers, Duitsers, Fransen en Nederlanders, die verder slechts gemeen hebben dat er 's winters zuurkool met spek op het menu staat - synoniem zijn met continentaal-Europeanen?

Natuurlijk, binnen de Britse invloedssfeer, zeg maar het voormalige koloniale rijk, bestaan gewoontes en normen die flink afwijken van die van de rest van Europa. De verschillen zijn pregnant op juridisch en handhavingsgebied - rechtersrecht daar, wettenrecht hier, gedetailleerde regels daar, uitgangspunten hier. Maar ook in de sociaal-politieke sfeer. Britten en Amerikanen kennen een tweepartijensysteem inclusief het *the winner takes all*-principe; het Europees vasteland kent meerpartijenselsels, dus coalitieregeringen die bovendien nog rekening houden met niet-regerende minderheden.

## Romeinen

Zulke verschillen moeten een oorsprong hebben. Vaak wordt verwezen naar de culturen van de stammen die Europa en het Britse eilanden-

*Zal de code Tabaksblad door een veranderende tijdgeest in schoonheid sterven?*

rijk bevolkten voor de Romeinen kwamen. De Angelen en de Saksen zouden sterk Keltisch beïnvloed zijn. Verrassend vertrouwd klinkt een tekst die op het scherm opduikt bij de zoekterm 'Keltisch'. Inderdaad bijna als een artikel in het economisch katern van een Franse, Duitse of Nederlandse krant over Angelsaksische opkoopfondsen: 'Als ze het gevecht aangingen', zo rapporteerden de Romeinen, 'vormden de Keltische strijders één lijn tegenover de vijandelijke legers. Bij het naderen van de tegenstander schreeuwden ze en sloegen ze met hun zwaard op hun schilden. Romeinen vonden de Kelten primitief, maar bewonderden hen om hun moed en vechtlust. (...) Kelten geloofden dat ieder individu verantwoordelijk is voor z'n eigen heil.' ▶



FOTO: MARIA BROUWER

*Peter van der Zanden: 'Ik geloof best dat het hardere Angelsaksische systeem een economie dynamischer maakt. Maar hoeveel welzijn lever je daarvoor in.'*

### Paradox

Vechtlust, intimidatie, inzet van brute kracht, maar ook moed en individuele verantwoordelijkheid. In de Angelsaksische wereld lijken die Keltische waarden en gewoonten voort te leven. Want vergelijkbare kwalificaties zijn ook te vinden in het boek 'Onafhankelijkheid voor Europa - Het einde van het Amerikaanse ondernemingsmodel' van Donald Kalff.

Kalff voorspelt dat juist hun vechtlust de Amerikanen uiteindelijk zal opbreken. "Iedereen schijnt te geloven dat het Amerikaanse ondernemingsmodel zo succesvol is. Zie de hoge waardering van Amerikaanse aandelen en het grote vertrouwen in de dollar. Een groot misverstand", zegt de man die in de jaren negentig voor de KLM fusie- en overnamestrategieën voorbereidde en zo met luchtvaartmaatschappijen uit de VS te maken had. "De kern van het probleem is dat Amerikaanse managers een enkelvoudig doel hebben - het laten stijgen van de winst per aandeel (wpa) - en dat met brute kracht en een overdadige inzet van middelen proberen te bereiken. Dat leidt tot geweldige verspillingen. De paradox is dat economische waarde wordt opgeofferd voor aandeelhoudersrendement."

### Europese flexibiliteit

Hun confrontatiegerichtheid maakt volgens Kalff dat voor Amerikanen de transactiekosten bij het sluiten van deals enorm zijn. "Advocatenkosten happen een fors deel van de bedrijfswinsten weg. En juridische risico's remmen het eigenlijke ondernemen." Maar hij is ook kritisch over Europa, waar gezapigheid alle ruimte krijgt. Desondanks denkt hij dat op termijn de kansen voor Europa beter zijn. "Driekwart van alle Amerikaanse bedrijven heeft een beursnotering; praktisch gesproken is er dus maar één governance-model. Het systeem is monolithisch. Europa kent veel meer varianten. Naast grote

bedrijven die een notering hebben, zijn er familievennootschappen, coöperaties en bedrijven die met private equity gefinancierd worden. Dat geeft flexibiliteit."

Overigens, en Kalff snapt dat het gezien de actualiteit raar lijkt, verdedigt hij die private equity-financiers. "De meeste van dergelijke fondsen financieren juist om economische waarde te creëren, dat vergt groei en tijd."

### 'Eenzijdig'

Ook Peter van der Zanden, hoogleraar aan de economische faculteit van Tilburg en tot augustus 2006 partner bij Ernst & Young Accountants, springt voor Europa in de bres. Hij gaat net niet zover te zeggen dat hij heimwee heeft naar het structuurregime (letterlijk 'Rijnlands' want Duitsland kent iets vergelijkbaars), waarin vennootschappen naast winst maken ook maatschappelijke doelen moeten nastreven. Maar de 'eenzijdige' oriëntatie op rendement die hij nu ziet bij Angelsaksische hedge- en private equity-fondsen stuit hem tegen de borst. Noord- en Zuid-Europa verschillen onderling ook, maar heel continentaal Europa heeft een institutionele kijk op ondernemingen waarin alle desbetreffende belangen meewegen. De Angelsaksische wereld ziet de onderneming als instrumenteel; een instrument van zijn eigenaren, de aandeelhouders. Van der Zanden ziet dat 'instrumentele' denken oprukken onder invloed van 'Tabaksblat'-achtige aanpassingen, het sterk marktgeoriënteerde EU Akkoord van Lissabon en niet te vergeten: IFRS.

### Welzijn

Hij zucht bij de vraag of hij dan ook het lethargische, zelfingenomen Europa terug wil. "Ik geloof best dat het hardere Angelsaksische systeem een economie dynamischer maakt. Maar mijn vraag is hoeveel welzijn je daarvoor inlevert."

### De termen Angelsaksisch en Rijnlands belemmeren een heldere discussie

Zowel 'Tabaksblat' als IFRS wordt algemeen gezien als een ruk naar het Angelsaksische westen. Maar een sterk relativerend geluid komt van Kees Camfferman, hoogleraar financial accounting aan de Amsterdamse Vrije Universiteit. In zijn vorig jaar uitgesproken oratie zegt hij dat het begrip 'Angelsaksische verslaggeving' historisch geen grond heeft. "Als men de Britse accountingpraktijk vergelijkt met de Europese, dan kijkt men naar de huidige verschillen, en vergeet dat vóór Thatcher de situatie daar ook heel anders was. Er zit geen 'culturele constante' in de verschillen. Ik zie wel tempoverschillen en ik schrijf die toe aan de grootte van de bedragen die er omgaan. De Angelsaksische praktijk was de laatste jaren moderner, in de zin van transparanter. Er was minder ruimte voor stille reserves en vormen van winstegalisatie. Maar alles is steeds in verandering. Zelfs Duitsland, bolwerk van het Rijnlands model, heeft onlangs zijn rapportagetradities overboord gezet." Ook het idee dat Europa altijd een andere, minder liberale marktcultuur had, haalt Camfferman onderuit. "Rond 1870 heerste in de Duitse industrie het pure kapitalisme. Bismarck heeft dat wat ingeperkt. Kortom: de termen Angelsaksisch en Rijnlands zijn stigmatiserend en belemmeren een heldere discussie."

Maar kán Europa in een mondiale kapitaalmarkt nog een eiland zijn waar aandeelhouders in genoteerde vennootschappen een heel andere positie hebben dan elders? Bij een aandeel in eigenaarschap hoort immers een aandeel in de winst en in de macht.

"In de institutionele visie zijn aandeelhouders geen eigenaren", merkt Van der Zanden op. "Bovendien: als speculanten met een drie-



FOTO: SIMONE VAN ES

*Cees Cools: ‘Dat kiezen tussen Europees en Angelsaksisch neer komt op kiezen tussen welzijn en welvaart, vind ik een schijntegenstelling.’*

procentpakket een directie hun wil kunnen opleggen, is er dan machtsevenwicht? Trouwens: hoe zouden buitenstaanders zo'n onderneming beter kunnen beoordelen dan het bestuur, dat veel meer informatie heeft?" Van der Zanden pleit voor meer grijstinten, glijdende schalen. "Naarmate een aandeelhouder meer en langer bij een bedrijf betrokken is, mag hij van mij meer invloed hebben. In Amerika zelf bestaat ook kritiek op hun instrumentele kijk op vennootschappen. Ik hoop op een synthese."

### Directies assertiever

Maar dan toch terug naar die vraag: was Tabaksblad voor het poldervolk niet net een brug te ver naar het westen? In de vennootschapsdemocratie die de bedenkers voor ogen stond, krijgen activistische minderheidsaandeelhouders kennelijk te weinig oppositie van de niet-activistische en vaak überhaupt niet actieve meerderheid. Onder politici en vakbondsmensen die dingen zeggen die goed klinken in de oren van het kiezersvolk, is een duidelijk retrograad anti-Angelsaksisch sentiment merkbaar. Zal de code door een veranderde tijdgeest in schoonheid sterven? Cees Cools, een van de leden van de monitoringcommissie Tabaksblad, tevens Gronings hoogleraar corporate finance en BCG-consultant, reageert als door een wesp gestoken: "Geen sprake van. Institutionele aandeelhouders en directies beginnen merkbaar te leren. Situaties zoals destijds bij Shell, dat zijn bestuursvorm veranderde onder druk van aandeelhouders die maar een paar procent bezaten, zullen niet snel weer voorkomen." Cools ziet bij Stork en Ahold al dat directies assertiever reageren. Men inventariseert de stemmenverhouding en bepaalt dan pas of en hoe er met een bepaalde groep gesproken moet worden."

### Angelsaksisch en Rijnlands in de beeldvorming

Angelsaksisch	Rijnlands
<b>Politiek</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Rechts</li> <li>• Confrontatie, oorlog</li> <li>• Tweepartijstelsel (Winner takes all)</li> <li>• Openbare publieke fora, meritocratisch</li> <li>• Weinig centrale aansturing, maar strenge regels</li> <li>• Zelfstandige burgers</li> </ul>	<b>Politiek</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Links</li> <li>• Confrontatie vermijden, pacificeren, overleggen</li> <li>• Meerpartijstelsels, coalities</li> <li>• Regentesk, achterkameroverleg</li> <li>• Centrale aansturing</li> <li>• Burgers beschermen tegen zichzelf en elkaar</li> </ul>
<b>Economisch</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Grote rol beurzen, onbelemmerde concurrentie</li> <li>• Vrije, open markten</li> <li>• Gespreid aandeelhouderschap</li> </ul>	<b>Economisch</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Beperkte rol beurzen, prijsafspraken, protectionistisch</li> <li>• Overheidssturing, mercantilistisch</li> <li>• Geconcentreerd aandeelhouderschap</li> </ul>

### Nuchterheid

Cools gelooft dat de emotionele oprispingen van bijvoorbeeld vakbondsman Van der Kolk en minister Wijn vooral voor de bühne bedoeld waren. Maar hij geeft wel toe dat beleggers die gevestigd zijn in een ander land dan de goteerde onderneming, minder loyale aandeelhouders zijn en minder oog hebben voor maatschappelijke aspecten van een onderneming. Hier, maar ook in Amerika. "Als tachtig procent van je aandeelhoudersbasis buitenlands is, en bovendien snel wisselend van samenstelling, dan is dat voor directies lastig. Want nieuwe aandeelhouders stellen soms ook nieuwe eisen aan je strategie." Maar Cools ziet de nuchterheid in het debat terugkeren. "Ook minister Wijn ziet nu in dat hedge-fondsen en private equity-financiers niet over een kam geschoren mogen worden. Die tweede categorie blijkt vijf keer langer dan de gemiddelde beursbelegger in een bedrijf te investeren. Daar is dus meer loyaliteit en focus op waardecreatie."

### 'Schijntegenstelling'

Voorbeelden van 'kaalgevreten' bedrijven zijn volgens Cools moeilijk te vinden. "Sommige hedge-fondsen gebruiken koersmanipulatie als instrument. Dat is slecht. Maar dat moet je proberen tegen te gaan met wetgeving en goed toezicht. Niet door de positie van aandeelhouders weer uit te kleden." Het dilemma dat Peter van der Zanden schetst, namelijk dat kiezen tussen een Europees en een Angelsaksisch bestuursmodel neerkomt op kiezen tussen welzijn en welvaart, wijst Cools af. "Dat vind ik een schijntegenstelling. Zeker, nationale belangen moeten tot op zekere hoogte bewaakt worden. Dat speelt nu ook in de discussie over verkoop van energiebedrijven. Maar ik zie de oplossing in het zoeken naar een eigendoms- en governance-vorm, gericht op waardecreatie en met een machtsbalans die de organisatie effectief en efficiënt houdt." ■