

Toekomstbedrijven: Hoe steward-ownership ons gidst uit het tijdperk van de aandeelhouder

Boekrecensie, dr. Martijn Jeroen van der Linden (lector New Finance aan De Haagse Hogeschool, mjvdlinden@hhs.nl), 16 november 2023.

Gijsbert Koren en Nina de Korte pleiten in *Toekomstbedrijven* voor een fundamentele verandering van de eigendomsstructuur van bedrijven. Hun pleidooi is goed onderbouwd en het alternatief steward-ownership wordt helder uitgewerkt. Deze recensie vat hun boek samen, verdiept op enkele punten en maakt enkele kanttekeningen.

Aandeelhouderskapitalisme

Koren en de Korte (vanaf hier K&deK genoemd) stellen dat de eigendomsstructuur van de meeste bedrijven momenteel voornamelijk het belang van de aandeelhouders dient. Bij de meeste bedrijven hebben aandeelhouders zowel stemrecht als winstrecht, en aandeelhouders gebruiken hun stemrecht voornamelijk om hun eigen financieel rendement te maximaliseren. De kritiek die K&deK leveren op het aandeelhouderskapitalisme is niet nieuw. Onder andere William Lazonick onderzoekt het maximaliseren van aandeelhouderswaarde al een aantal decennia.¹ De Canadese econoom noemt *maximizing shareholder value* een ideologie en stelt dat deze ideologie ten koste gaat van de duurzaamheid van economische welvaart. K&deK vatten de kritiek bondig samen en geven sprekende voorbeelden. Ze laten bijvoorbeeld zien hoe CEO's van beursgenoteerde bedrijven die zich wilden richten op duurzame ontwikkeling zoals Polman (Unilever) en Faber (Danone) door aandeelhouders werden gedwongen toch te streven naar het maximaliseren van aandeelhouderswaarde en uiteindelijk moesten opstappen.

Mission drift

De bespreking van de *mission drift* van startups is sterk. Veel ondernemers starten met de belofte de wereld te gaan redden maar veranderen gaandeweg de doelstelling van hun bedrijf. Ze richten zich steeds meer op zo veel mogelijk financieel rendement en zoeken een goede 'exit' voor zichzelf, en hun aandeelhouders – investeerders zoals venture capitalists. *Mission drift* speelt ook in de financiële sector een cruciale rol. Twee jaar geleden onderzocht ik met Jeroen Haans de fintech revolutie en we vroegen ons af waarom deze tot op heden uitgebleven is.² Uit interviews bleek dat een van de oorzaken van de mislukte fintech revolutie is dat veel eigenaren/aandeelhouders van fintechs zich niet richten op het doorbreken van de macht van grootbanken maar vooral bezig zijn met het vinden van een succesvolle exit. Ofwel, ze willen worden opgekocht door een van de grootbanken. K&deK geven vele voorbeelden van *mission drift*. Ze laten zien hoe bedrijven als Booking, Etsy en

¹ Zie o.a. dit artikel van Lazonick en O'Sullivan:

<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/030851400360541>

² Zie: <https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/waarom-de-fintechrevolutie-is-uitgebleven>

Whatsapp hun koers wijzigden van een zinvolle bijdrage leveren aan de samenleving naar zo veel mogelijk financieel rendement realiseren.

Verouderde eigendomsstructuur

K&deK concluderen dat het eigendom van het merendeel van de bedrijven simpelweg niet is gestructureerd op een manier die rekening houdt met de toekomst. Ze voeren de oorsprong van de huidige eigendomsstructuur terug naar de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC). De VOC, opgericht in 1602, was het eerste bedrijf dat met aandelen werd gefinancierd. De handelonderneming opereerde in het koloniale tijdperk en de aandeelhouders maakten winsten zonder zich te hoeven verantwoorden over de handelswijze van het bedrijf. Nog steeds is dit de dominante eigendomsstructuur. K&deK vragen zich af of het niet tijd is voor een beter model voor bestaande bedrijven, en voor startups.

Een kanttekening hier. Aandeelhouders en beperkte aansprakelijkheid bestaan inderdaad sinds de VOC. Het maximaliseren van aandeelhouderswaarde is echter de dominante manier voor het aansturen van beursgenoteerde bedrijven in de Verenigde Staten en Groot-Brittannië geworden in de jaren '80 en '90, en is vervolgens overgewaaid naar het vasteland van Europa en de rest van de wereld. In deze periode is het maximaliseren van aandeelhouderswaarde door economen enerzijds onderbouwd en anderzijds bekritiseerd. Toen ik begin 2000 bedrijfseconomie studeerde werd het maximaliseren van aandeelhouderswaarde onderwezen en toen ik in 2003 startte bij ING was winstmaximalisatie de missie.

Steward-owned

De belangrijkste bijdrage van *Toekomstbedrijven* is de uitwerking en concretisering van de alternatieve eigendomsstructuur: steward-ownership. Hiermee vult het boek een gat. De afgelopen jaren is er vaak gepleit voor andere eigendomsstructuren en diverser lesmateriaal over bedrijfsstructuren. De auteurs leggen het concept steward-ownership niet alleen toegankelijk uit, maar geven ook diverse concrete voorbeelden en het laatste hoofdstuk is een heuse handleiding 'zo maak je een bedrijf steward-owned'.

In het geval van steward-owned bedrijven zijn winstrecht en stemrecht statutair gescheiden. Aandeelhouders kunnen er nog steeds zijn, maar zij hebben enkel winstrecht, en dus geen stemrecht meer. Het stemrecht is in handen van stewards. Stewards zijn niet verantwoordelijk voor de dagelijkse gang van zaken, dat is de directie, maar hebben wel zeggenschap over belangrijke besluiten. Stewards zijn klassieke rentmeesters die verantwoordelijk zijn voor de lange termijn en geacht worden breder te kijken dan enkel financieel rendement. De crux van het model is dat aandeelhouders geen stemrecht meer hebben. Hierdoor wordt de korte termijn financiële prikkel uit het aandeelhouderskapitalisme gehaald en kan zeggenschap niet meer worden gekocht of geërfd. Stewards stemmen over belangrijke besluiten en winst dient een lange termijn missie, namelijk het doel van het bedrijf.

K&deK laten zien dat steward-ownership al heel lang bestaat, maar nooit expliciet is uitgewerkt in de literatuur. Tot voor kort had de eigendomsstructuur zelfs geen naam. Voorbeelden van steward-owned bedrijven in Nederland zijn adviesbureau Berenschot, bouwbedrijf TBI, biologische supermarkt Odin, attractiepark de Efteling en startup Time to Momo – een alternatief voor het beursgenoteerde Booking. Grote buitenlandse voorbeelden zijn de Deense bierbrouwer Carlsberg en het Duitse industrieconcern Bosch. In de VS heeft de eigendomsstructuur het afgelopen jaar veel aandacht gekregen omdat kledingmerk Patagonia steward-owned geworden is en miljardair Michael Bloomberg recent heeft aangekondigd zijn mediabedrijf steward-owned te maken. Met de timing van het boek zit het dus wel goed.

K&deK beschrijven niet alleen waarom ondernemers voor steward-ownership kiezen, maar ook hoe ze dit juridisch inrichten. Daarnaast geven K&deK verschillende relevante feiten, waarvan ik er in ieder geval een aantal niet kende. Zo wist ik niet dat een kwart van de honderd grootste Deense bedrijven steward-owned is, naast Carlsberg onder andere containerrederij Maersk en farmaceut Novo Nordisk. Een hoger percentage steward-owned bedrijven in een land zou zelfs dempend werken tijdens een economische crisis. De redenen: steward-owned bedrijven hebben oog voor alle stakeholders en hebben over het algemeen hogere buffers.³

Hoe realistisch is steward-owned

Volgens de auteurs zetten mainstream investeerders en CEO's steward-ownership vooralsnog weg als "een hobby voor weldoeners". Een klassiek truc van de macht. K&deK laten overtuigend zien dat een groeiende groep bedrijven bewust kiest voor steward-ownership als eigendomsstructuur en dat er een (groeiende) groep investeerders is die enkel in steward-owned bedrijven investeert.

K&deK denken dat steward-ownership gaat groeien, mede omdat de jonge generatie niet meer wil werken voor winstmaximaliserende bedrijven en halen Cees 't Hart, voormalig CEO van Carlsberg, om dit te onderbouwen: "Om nu je bed uit te komen en hard te werken voor de derde Ferrari van een investeerder... Dat is niet zo motiverend."

Hier twijfel ik. Zijn jongeren nu echt zo anders? Zijn het niet ook juist jongeren die massaal zijn gaan beleggen in crypto's en andere digitale assets om snel zo veel mogelijk financieel rendement te behalen? En zijn er tegenwoordig niet (veel meer) studenten die maximaal lenen om te kunnen investeren? En worden niet juist jongeren ondergedompeld in onderwijs waar beursgenoteerde bedrijven nog steeds centraal staan?

³ Dit Whitepaper van de Duitse Purpose Stiftung (2022) vat veel onderzoek naar steward-owned in Denemarken kort en bondig samen: https://purpose-economy.org/content/uploads/purpose_white-paper_effects-of-s-o-in-denmark.pdf

De tijd is rijp voor steward-owned

In mijn ogen is er een sterker argument. De problemen en uitdagingen van deze tijd vragen om verandering van de eigendomsstructuur van bedrijven, net zoals eerder veranderingen ook een reactie waren op de uitdagingen van het specifieke tijdperk. In de 17^e eeuw introduceerden de VOC aandelen. Dankzij risicodragend vermogen kon er meer risico worden genomen en dit was nodig om economische expansie te realiseren en te concurreren met andere landen. Uiteraard praat ik het koloniale verleden niet goed maar risicodragend vermogen is weldegelijk een waardevolle uitvinding.

Ook de focus op het maximaliseren van aandeelhouderswaarde is (beter) te begrijpen in de context. In de jaren 70 was er sprake van stagflatie, een combinatie van hoge inflatie en hoge werkloosheid. Het streven naar het maximaliseren van aandeelhouderswaarde was een van de nieuwe ideeën om aan deze malaise te ontsnappen. In het geval van productiebedrijven leverde het streven naar meer aandeelhouderswaarde niet alleen meer winst op, maar verbeterde ook de efficiëntie van de productie. De afgelopen decennia zijn we echter steeds meer een diensteneconomie geworden. In een dergelijke economie leidt het streven naar winstmaximalisatie vaak tot excessen. Bijvoorbeeld voor financiële instellingen betekent winstmaximalisatie besparen op controles en zo veel mogelijk financiële producten verkopen aan zo veel mogelijk kredietwaardige economische agenten. In het geval van zorginstellingen leidt het streven naar winstmaximalisatie tot een focus op transacties.

De tijd lijkt anno 2023 rijp voor steward-ownership omdat onze economieën tegen ecologische grenzen aan botsen en het keer op keer lastig blijkt ongelijkheid te bedwingen via het belastingstelsel. Er is structurele(re) verandering nodig. Een kansrijke verandering betreft aanpassing van de eigendomsstructuur van bedrijven. Dit zal niet alle problemen oplossen en de auteurs zijn realistisch genoeg om dit toe te geven: "Steward-ownership is dus niet de enige bouwsteen voor een eerlijke en duurzame economie, maar wel een fundamentele bouwsteen." Hier sluit ik mij dus bij aan. Steward-ownership is een kansrijk alternatief dat serieus overwogen dient te worden.

Tot slot

Toekomstbedrijven is een aanrader. Het boek vult een gat, is goed geschreven en het centrale onderwerp 'steward-ownership' is een kansrijk alternatief. Wat steward-ownership zo interessant maakt, is dat de eigendomsstructuur geen eisen stelt aan de doelstelling van het bedrijf. Dit is wel het geval bij sociale ondernemingen en *Benefit Corporations*. Een steward-owned bedrijf kan expliciet willen bijdragen aan een betere wereld (Odin, Patagonia), maar kan ook simpelweg nuttige producten en diensten willen leveren aan consumenten (Carlsberg, Bosch, Bloomberg). Steward-ownership vereist geen waardeoordeel over de doelstelling van een bedrijf maar zet een structuur neer voor lange termijn oriëntatie.

Een relevante vraag waar K&deK nauwelijks op ingaan betreft nadelen van steward-ownership. Leidt het tot meer bureaucratie en tragere besluitvorming omdat alle belangen gewogen dienen te worden? En zullen economieën minder dynamisch worden? Zal er minder ondernemerschap zijn?

Op 21 november (16-17:30 uur) gaan we dit soort vraagstukken bespreken met Gijsbert en verschillende experts tijdens het evenement 'Steward-ownership als fundament voor duurzame bedrijven' op de Haagse Hogeschool. Meer informatie over dit evenement vindt u [hier](#).



Koren, G. en N. de Korte (2023). *Toekomstbedrijven: Hoe steward-ownership ons gidst uit het tijdperk van de aandeelhouder*. Amsterdam: Atlas Contact. Te vinden op: <https://www.atlascontact.nl/boek/toekomstbedrijven/>