

## 9. “Business as usual” of Paradigmaverschuiving?

verschenen in: in: *Wentink, T.(red.), Perspectieven op management: een agenda voor managers*, Boom Lemma, 2011, hoofdstuk 9, p. 177 - 193.

*Drs. J. Grazell*

### 9.1 Inleiding.

In dit hoofdstuk zal het thema ‘perspectieven op management’ worden benaderd vanuit de financiële invalshoek. Wat voor een invloed heeft de kredietcrisis van 2008 op het financiële management van ondernemingen?

Behalve dat ‘perspectieven op financieel management’ wordt gerelateerd aan financieringsbeslissingen en investeringsbeslissingen van ondernemingen zal de relatie tussen financiers en managers aan bod komen.

### 9.2 Creëren van waarde en toe-eigening van waarde

De opdracht aan ondernemingen in onze samenleving is om waarde te creëren. Deze marktwaardecreatie valt toe aan de aandeelhouders. Vele ondernemingen worden geleid door managers die namens de aandeelhouders deze opdracht trachten te verwerkelijken. Door commercieel interessante orders te accepteren, de productie efficiënt te organiseren en door goede investerings- en financieringsbeslissingen te treffen, etc. Zo luidt het officiële verhaal, zoals ook in standaard handboeken over Corporate Finance wordt uiteengezet. De vraag rijst echter of het nastreven van waardecreatie ook daadwerkelijk door het management van ondernemingen wordt bedreven. Het zou ook kunnen dat het management tracht de eigen inkomens- en vermogenspositie te maximaliseren ten koste van de aandeelhouders. Dan zijn de rollen omgedraaid. De inkomens- en vermogenspositie van het management wordt gemaximaliseerd en de aandeelhouders worden met een bepaald min of meer gefixeerd rendement voor hun bijdrage aan de financiering van de onderneming vergoed. Indien dit verschijnsel zich voordoet spreekt de financieel wetenschappelijke literatuur over een principaal-agent probleem (“agency theory”). In deze situatie is het opportuun om te spreken van waarde toe-eigening (“value capturing”) en niet van waardecreatie (“value creation”). De

vraag wanneer je kunt spreken van waardecreatie en wanneer van waarde toe-eigening is een belangrijke. De economische wetenschap heeft daar wel een antwoord op. Als iedere productiefactor, zoals arbeid of kapitaal, wordt beloond volgens z'n factorproductiviteit kan in het economisch proces alleen maar sprake zijn van waardecreatie. Ondernemingen trekken productiefactoren aan en zetten producten af tegen marktconforme prijzen en het restinkomen (winst) wat ze er nu en in de toekomst mee verdienen slaat in de vorm van waardecreatie bij de aandeelhouders neer. In zo'n wereld, een denkconstructie natuurlijk, kun je stellen dat iedereen wordt beloond naar z'n productieve bijdrage. De "compensation-ratio" (is gedefinieerd als 'compensation' gedeeld door 'contribution', ofwel: beloning gedeeld door waarde productieve bijdrage) is dan universeel van toepassing en heeft als uitkomst één. De "equity theory" van Adams (1963) doet dan opgeld. In zo'n wereld is het reële loon van de werknemer gelijk aan zijn/haar arbeidsproductiviteit. Het wordt bepaald door vraag en aanbod op de arbeidsmarkt. Beloningen die middels het bonusmechanisme er voor zorgen dat in een bepaald geval tien miljoen euro per persoon wordt verdiend zijn een reflectie van diens productiviteit en de vigerende schaarsteverhoudingen, zo zegt de neo-klassieke theorie. Tegenover deze visie op het proces van inkomensvorming staan andere opvattingen die stellen dat beloningsverhoudingen niet louter worden bepaald door productiviteit en schaarsteverhoudingen maar bijvoorbeeld door machtsverschillen tussen deelnemers aan het economisch verkeer. De 'managerial power theory' van Bebchuk en Fried (2004) is daar een demonstratie van. In deze theorie spelen begrippen als 'rent extraction' en 'rent appropriation' een belangrijke rol, en zij zijn op te vatten als voorbeelden van waarde toe-eigening ("value capturing"). Diegene die in staat is om waarde naar zich toe te trekken boven het niveau dat verdiend is heeft een "compensation-ratio" van groter dan één. De partijen die het gelach betalen hebben een "compensation-ratio" van kleiner dan één.

Terugkerend naar onze vraag wanneer je kunt spreken van waardecreatie en wanneer van waarde toe-eigening komen we tot een volgende verder uitgewerkte vraagstelling. Echt ondernemerschap, in de zin van het toepassen van nieuwe creatieve ideeën in het productieproces, zal tot waardecreatie ("value creation") leiden. Maar er zijn ook vormen van ondernemerschap die eerder tot waarde toe-eigening ("value capturing") leiden of zelfs tot waarde vernietiging ("value destruction"). De econoom William J. Baumol wist dit al te melden in zijn artikel 'Entrepreneurship: Productive, unproductive, and destructive' dat hij publiceerde in de Journal of Political Economy in 1990 en later nog eens een vernieuwde versie in de Journal of Business Venturing in 1996.

Hoe kun je nu vaststellen dat bepaalde economische activiteiten zijn te kwalificeren als productief, onproductief of destructief? Hier ligt een belangrijk vraagstuk van operationalisering. Om een antwoord op deze vraag te kunnen geven is een 'stakeholder' benadering gewenst. Als een bepaalde transactie wordt ondernomen, bijvoorbeeld een fusie- of overnametransactie, zal per belanghebbende partij moeten worden nagegaan waar waarde wordt toegeëigend respectievelijk waar waarde wordt ingeleverd, of er per saldo waarde wordt gevormd. In de academische, financieel-economische literatuur is veel onderzoek gedaan naar het effect van overnametransacties op het cumulatief abnormale rendement van bieders en doelwitten. Bestudeerd wordt welke partijen synergievoordelen in de wacht weten te slepen. Een Pareto-optimale situatie is een situatie waarbij het niet mogelijk is vooruitgang te boeken in waarde voor één partij (bijvoorbeeld de aandeelhouders), zonder dat dit ten koste gaat van andere betrokken partijen bij de onderneming. Bij waarde toe-eigening wordt de voorwaarde van Pareto-optimaliteit geweld aan gedaan.

Het is belangrijk om te beseffen dat waarde toe-eigening alomtegenwoordig is in het economisch proces en door vele partijen wordt ondergaan of toegepast. In Tabel x.1 is dit vorm gegeven.

Tabel 9.1		Titel: Inventarisatie Waarde toe-eigeningsprocessen		
Waarde toe-eigening <i>“Value capturing”</i> (→ = exploiteert)				
Door:	bedrijf	arbeid	Kapitaal	
Van:				
bedrijf	Bedrijf A → bedrijf B, bijv. via toetredingsbarrières, patenten	Leidinggevende arbeid → Onderneming (“managerial entrenchment”)	Private equity funds, Hedge funds → Onderneming	
arbeid	Bedrijf → Werknemers (verslechtering arbeidsvoorwaarden)	Leidinggevende arbeid → Uitvoerende arbeid (“managerial rent extraction” via hiërarchie)	Aandeelhouders → Werknemers (verslechtering arbeidsvoorwaarden)	
kapitaal	Bedrijf → Financiers (faillissement)	Leidinggevende arbeid → Aandeelhouders (“managerial entrenchment”)	Zakenbanken, Private banking, Beleggingsmaatschappijen → Vermogende particulieren	

Het kunnen onderscheiden van processen van waardecreatie van processen van waarde toe-eigening is een vitaal element om het functioneren van het economisch proces te begrijpen. In welke proporties komen deze verschijnselen voor in de maatschappij? In een samenleving als de Westerse die wordt gekenmerkt door een groot aantal verzadigde markten en bedrijfstakken is het vinden van innovaties die tot waardecreatie leiden een moeilijk

begaanbaar pad. Dit in tegenstelling tot opkomende economieën zoals de BRIC landen. In een wereld waarin verzadiging en lage groei het kenmerk is en waar concurrentie zich vooral uit in verdringing valt het te verwachten dat waarde toe-eigening zal gaan overheersen over waardecreatie. Het is enigszins paradoxaal dat bij gebrek aan echte investeringsmogelijkheden (“the productive”) de zucht naar waarde een uitweg zoekt via waarde toe-eigening (“the unproductive and destructive”). De aangroei van waarde toe-eigeningsprocessen zal tot een afkalving van het maatschappelijk vertrouwen (“trust”) leiden (Bowman, Ambrosini, 2000, 2007, 2010).

De kredietcrisis van 2008 is een prachtige illustratie van het eerder geschetste beeld. Vanuit de zakenbanken in de Verenigde Staten heeft zich een crisis verspreid over het wereldwijde financiële systeem. Zakenbanken hebben financiële titels uitgegeven en verspreid over het gehele financiële stelsel, met name als “collateralized debt obligations (CDO’s)” en “credit default swaps (CDS’s)”. Deze zijn door ‘rating agencies’ gesanctioneerd als veilige beleggingen. Bij het uitbreken van de crisis in oktober 2008 bleken deze financiële titels sterk in waarde gedaald en moesten diverse ministeries van financiën en centrale banken van verschillende landen ingrijpen om het financiële systeem van implosie te redden. Degenen die de uitgifte en de waardering van deze financiële titels hebben geïnitieerd en daarmee het macro-economisch systeem hebben gedestabiliseerd, hebben in de jaren van voorspoed enorme bonussen geïncasseerd terwijl een groot aantal andere spelers in de maatschappij de schade hebben ondergaan. Denk aan de begrotingstekorten die ministeries van Financiën nu moeten bestrijden door bezuinigingsprogramma’s op de collectieve uitgaven en belastingverhogingen en de negatieve economische groei die zich in diverse kwartalen van 2009 heeft voorgedaan in diverse landen. Denk ook aan de enorme groei in de geldhoeveelheid waartoe centrale banken waren genoodzaakt en die vroeg of laat tot inflatie gaan leiden. En denk aan diverse bedrijfstakken als de bouw en de automobiel industrie die zwaar te lijden hebben gehad onder de crisis, en niet in de laatste plaats aan de burgers en de consumenten zelf die hun werkgelegenheid- en inkomensvooruitzichten zien gereduceerd. Wordt deze grootschalige vorm van waarde toe-eigening (“value capturing”) nu aan banden gelegd? Nauwelijks zo kan men een aantal jaren na dato van de kredietcrisis vaststellen. Over het aanwijzen, laat staan bestraffen van schuldigen wordt niet eens nagedacht. Diverse auteurs stellen op opiniepagina’s van kranten zelfs dat “we” allemaal schuldig zijn. Als je dit signaal afgeeft aan de veroorzakers van de crisis, is het dan vreemd dat er zo snel mogelijk wordt

teruggekeerd naar “business as usual”? Op waarde toe-eigening (“value capturing”) staat geen straf! Het is niet illegaal en blijkbaar ook niet immoreel.

Uiteraard zijn er op diverse fronten voorstellen gedaan om de financiële regulering aan te passen. Zo heeft president Obama van de Verenigde Staten de “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” in het congres aanvaard weten te krijgen. Op internationaal vlak staat Basel III in de steigers. Dit houdt in dat banken aan scherpere solvabiliteitsvoorwaarden moeten voldoen. Meer eigen vermogen aanhouden tegenover verstrekte kredieten zal de kredietverlening minder uitbundig maken dan in het verleden het geval was.

Maar veel van de voorstellen om de financiële regulering strenger te maken worden van hun scherpste kantjes ontdaan door de bankenindustrie die over stevige politieke connecties beschikt en hun lobbykracht maximaal inzet om de voorstellen te neutraliseren. Zo wordt een stevige lobby gevoerd om de bonussen niet te streng te reguleren omdat anders de ‘traders’ van de banken die zich bezig houden met ‘proprietary trading’ weglopen naar de concurrentie. Er wordt door de bankenindustrie geprobeerd om gewoon weer de situatie te herstellen van voor de kredietcrisis. Zo snel mogelijk proberen om van de staatssteun af te komen zodat de handen weer vrij zijn en kan worden teruggekeerd naar een situatie van “business as usual”. De banken proberen de maatschappij voor het eigen karretje te spannen door te suggereren dat de kredietverlening aan bedrijven en consumenten in gevaar komt als de financiële regulering te rigide wordt. Feitelijk wordt bedreigd met ‘hard budget constraints’ als de regulering te streng wordt. Dat zou macro-economische groei kosten. Voor de crisis was de verslaving aan ‘easy credit’ een opvallend verschijnsel. Banken hopen dat bedrijven en publiek samen met de banken aan dezelfde kant staan om voor versoepeling van de ‘hard constraints’ van de kredietverlening te pleiten. Zo probeert men publiek en bedrijven mee aan boord van de banken te hijsen en gezamenlijk te strijden tegen strengere regulering van de sector. Waarde toe-eigening is een kolossaal probleem in een welvarende maatschappij. Het vertrouwen (“trust”) tussen de deelnemers neemt af omdat het fenomeen van de waarde toe-eigening oprukt en iedereen het risico loopt hier het slachtoffer van te worden. De socioloog Ulrich Beck spreekt in dit verband van de “Risk Society”.

In een welvarende maatschappij neemt de positionele concurrentie toe. Statusverschillen zijn het object van competitie. Status blijft een schaars goed, ook in een welvarende wereld. Steeds meer markten krijgen kenmerken van “winner-take-all markets” (Frank, Cook, 1995). Een voorbeeld daarvan is de arbeidsmarkt voor Chief Executive Officers (CEO’s). Door het

openbaar maken van de beloning van CEO's kan een rangorde ('ranking') worden opgesteld die leidt tot een vorm van "league table competition". Dit houdt in dat alle CEO's die in de onderste helft van de tabel staan het gevoel hebben ondergewaardeerd te zijn en pogingen in het werk gaan stellen om in de bovenste helft terecht te komen. Degene die al in de bovenste helft zitten zetten alles op alles om zich daar te handhaven. Dit zogenaamde "ratchet effect" leidt tot prijsopdrijving en tot niet-marktconforme beloningen voor CEO's en dus tot waarde toe-eigening. De arbeidsmarkt voor CEO's is te typeren als een soort toernooi waarbij de winnaar gaat lopen met de hoofdprijs, namelijk toetreding tot de wereld van vermogende particulieren.

Nu het concept waarde toe-eigening voldoende is uitgewerkt en afgezet tegen het concept waardecreatie is het nodig nog even terug te komen op het thema van dit artikel, namelijk 'perspectieven op management'. Vanuit welk perspectief kijkt het management van ondernemingen eigenlijk naar het verschijnsel waarde toe-eigening? Management van ondernemingen kan natuurlijk betrokken zijn bij praktijken die waarde toe-eigening als doel hebben. Het kan worden nagestreefd. Daarnaast kan het zijn dat het management van ondernemingen deze praktijken van waarde toe-eigening door derden noodgedwongen moet ondergaan. Verwacht kan worden dat onder managers een grote heterogeniteit aan opvattingen zal bestaan als het om praktijken van waarde toe-eigening gaat. Net zoals dat overigens ook voor andere betrokken partijen geldt. Zie nogmaals tabel x.1.

Je kan waarde toe-eigening vanuit meerdere perspectieven bekijken en bestuderen.

Het al dan niet initiëren van praktijken van waarde toe-eigening is overigens ook een belangrijk vraagstuk van bedrijfsethiek.

In dit artikel zal het fenomeen van waarde toe-eigening verder worden bestudeerd vanuit de optiek van diegenen die het ondergaan. Het wordt opgevat als een bedreiging en niet als een mogelijkheid. Denk aan de SWOT-analyse. Hoe kun je in het financieel management je wapenen tegen aanvallen van waarde toe-eigening? Het gaat om een vorm van risico-management.

### **9.3 Welke ontwikkelingen doen zich voor die aanleiding kunnen geven voor het ontstaan van nieuwe paradigma's?**

Waarom is het zo moeilijk om praktijken van waarde toe-eigening te onderscheiden van waardecreatie? Omdat natuurlijk nooit open en bloot wordt gezegd dat degene die het initiatief neemt een transactie van waarde toe-eigening op te zetten die intentie heeft. Er wordt gesproken van waardecreatie als projecten worden ontwikkeld en voorgesteld. Het taalgebruik van de actoren is verhullend. Het moet de opgezette plannen legitimeren om ze uitgevoerd te krijgen. Het verschijnsel voltrekt zich in een omgeving van grote informatie-asymmetrie tussen de verschillende actoren. ‘Adverse selection’ (bij toetreding tot transacties) en ‘moral hazard’ (tijdens uitvoering van transacties) zijn de factoren die van betekenis zijn in dit verband. ‘Adverse selection’ (nadelige selectie) betekent dat bij het aangaan van transacties een tegenpartij wordt aangetrokken die over verborgen gebreken beschikt. ‘Moral hazard’ (moreel risico) handelt over heimelijk ondermaatse tenuitvoerlegging van de overeengekomen taken bij de uitvoering van transacties. Verhullend taalgebruik is een instrument om wederpartijen op het verkeerde been te zetten en in het ongewisse te laten over de werkelijke intenties. ‘Adverse selection’ speelt dus vooral een rol bij taalgebruik in de onderhandelingsfase van projecten en ‘moral hazard’ bij taalgebruik over de verantwoording van projecten.

Het analyseren van taalgebruik vraagt dus om aandacht. Dit onderwerp is echter eigenlijk altijd genegeerd in de economische wetenschap. Maar recentelijk zijn er een aantal publicaties verschenen die aandacht besteden aan de ‘performativiteit’ van taal (“performativity of language”) in relatie tot de economische wetenschap (Callon, 2008, MacKenzie, 2008). Performativiteit van taal wordt afgezet tegenover het constaterende van taal. Constateren betekent het beschrijven van de werkelijkheid met behulp van taal activiteiten terwijl performativiteit betrekking heeft op het feit dat taal ook iets tot stand kan brengen dus de werkelijkheid kan scheppen, ontwerpen of zelfs voorschrijven. Bij beschrijven gaat het wetenschapsfilosofisch om positivisme en bij het ontwerpen om sociaal constructivisme. Michel Callon (2008) vraagt zich in een studie af wat het betekent om de economische wetenschap als performatief te kwalificeren. Donald MacKenzie (2008) noemt zijn nieuwste boek “An engine, not a camera: how financial models shape markets”, daarmee aangevend dat financiële modellen zoals het Black & Scholes optieprijsvormingsmodel bepaalde markten niet beschrijven maar juist inrichten en mogelijk maken. Als de economische wetenschap dus niet alleen maar een beschrijving van de werkelijkheid is maar de wereld ook vorm geeft via haar theorievorming, dan gaat van deze wetenschap een ideologische macht (“ideological power”) uit. Theorievorming is op te vatten als een taalvorm waarvan performativiteit respectievelijk normativiteit uitgaat. De “performativity of economic theory” is het nieuwe



paradigma dat door auteurs als Callon en MacKenzie in het wetenschappelijk discours wordt ingebracht. Ook Baumol, samen met Faulhaber, vroeg zich al in 1988 in een studie af of economen beschrijvers zijn van de werkelijkheid of de uitvinders ervan. De econoom Mankiw (2006) schrijft op vergelijkbare wijze over dit onderwerp als hij het heeft over de macro-econoom als wetenschapper en de macro-econoom als ingenieur. Dan komt het centraal stellen in de financieringstheorie van het micro-economische streven van marktwaarde maximalisatie ten behoeve van de aandeelhouders en het verwaarlozen van aandacht voor verschijnselen als waarde toe-eigening in een ander daglicht te staan. Het betreft een impliciete ideologische keuze om economische actoren in een bepaalde richting te laten denken waardoor waarde toe-eigeningspraktijken aan het daglicht worden onttrokken. Nu de economische wetenschap expliciet meer aandacht begint te krijgen voor deze onderwerpen valt te verwachten dat er in de maatschappij bij de diverse economische spelers een grotere alertheid zal ontstaan voor waarde toe-eigeningspraktijken en dat de kritische zin rondom dit onderwerp zal toenemen.

#### **9.4 Welke thema's zijn daarin aan te wijzen die morgen en overmorgen op de agenda van managers staan?**

De thema's die op de agenda van managers komen te staan en waarbij waarde toe-eigening ("value-capturing") een centraal onderwerp is, zijn de volgende:

- Investeringsvraagstukken
- Financieringsvraagstukken
- Dividendvraagstuk
- Beloningsvraagstuk

##### *9.4.1 Investeringsvraagstukken*

Het afnemende vertrouwen ("trust") tussen deelnemers aan de maatschappij, de afkalvende trouw aan producten en merken ("brand loyalty") en het toenemende tempo van technologische vernieuwing zorgen er voor dat de levenscyclus van producten wordt verkort. Dit heeft een toenemende onomkeerbaarheid van investeringen tot gevolg. De toenemende vraagonzekerheid leidt tot een veel groter investeringsrisico. De meer turbulente omgeving

rond investeringsprocessen maakt praktijken van waarde toe-eigening makkelijker uit te voeren. De ‘screening’ van goede investeringsprojecten wordt steeds moeilijker. Investeringsprojecten zijn meestal in een drietal stadia te onderscheiden (Singh, 2010): de projectontwikkelingsfase, de constructie- of aankoopfase en de implementatie, operationele en onderhoudsfase. In alle drie de stadia zijn in de projectbudgetten vaak aanzienlijke tijd- en kostenoverschrijdingen te constateren. Als mogelijke oorzaken zijn aan te wijzen:

- Technische, economische en natuurlijke factoren
- Contractuele factoren (met mogelijk “contractual failures” als gevolg)
- Organisatorische factoren (idem voor “organizational failures”)
- Institutionele factoren (idem voor “institutional failures”)

Het inbouwen van ‘budgetary slack’ om ruimte te creëren voor onvoorziene omstandigheden biedt ook gelegenheid om ruimte vrij te maken voor ‘rent capturing’ door allerlei ‘stakeholders’ zonder dat superieuren hier over geïnformeerd hoeven te zijn. Het niet in staat zijn om contracten te sluiten die ‘contingency complete’ zijn, zogenaamde complete contracten, veroorzaakt informatie-asymmetrie bij de verschillende betrokkenen van een project. Ook in aanbestedingsprocedures en daarin voorkomende veilingmechanismen liggen mogelijkheden om ‘value capturing’ geruisloos toe te passen.

Bij de investeringsbeslissing wordt doorgaans een onderscheid gemaakt in investeren in autonome groei en investeren door groei via overnames. Een belangrijke strategische beslissing is in welke verhouding deze verschillende typen investeringen worden gedaan door het bedrijf.

Managers van ondernemingen dienen investeringen te toetsen aan de hand van de bijdrage aan de marktwaarde van het eigen vermogen. Managers kunnen echter hun eigen agenda op dit terrein doorvoeren door een bepaald soort gedrag te vertonen. Er wordt bijvoorbeeld teveel geïnvesteerd. Een zogenaamd ‘overinvestment’-probleem doet zich dan voor. Er worden bijvoorbeeld grote bedragen geïnvesteerd in fusies en overnames die later waardevernietigend blijken te zijn, terwijl dit op voorhand al duidelijk kon zijn. Managers proberen hun bedrijf tot een imperium om te bouwen om meer activa en personeel te controleren ten einde een hogere beloning te kunnen incasseren. Of er wordt te weinig geïnvesteerd doordat veelbelovende nieuwe producten die uit het onderzoek- en ontwikkelingsproces voortkomen niet verder worden ontwikkeld en productie rijp worden gemaakt. Een zogenaamd ‘underinvestment’ probleem. Er worden dan grote bedragen gederfd doordat marktwaarde creatie wordt

misgelopen. Managers minimaliseren hun investeringsinspanning in het eigen bedrijf en vertonen risicomijdend gedrag om tijd vrij te maken om netwerken te onderhouden buiten de onderneming via bijvoorbeeld het vervullen van commissariaten bij andere bedrijven (“old boys network”, clanvorming). Of voor het onderhouden van politieke contacten om lobby-activiteiten te ondernemen die overheidsregulering zodanig moet bijsturen dat ondernemingen zich in een bepaalde bedrijfstak kunnen verschansen (“managerial entrenchment”) via toetredingsbarrières. Dit kan geschieden via bedrijfstak- en/of werkgeversverenigingen. Het ‘overinvestment’- en ‘underinvestment’-probleem zijn voorbeelden van ernstige agency-problemen die zich kunnen voordoen tussen managers en aandeelhouders.

#### *9.4.2 Financieringsvraagstukken*

Het toegenomen wantrouwen na de kredietcrisis zal het proces van financiële intermediatie gaan bemoeilijken. Herkapitalisatie van ondernemingen wordt een knelpunt als het risico op waarde toe-eigening toeneemt. Herfinanciering van ondernemingen zal toch al moeizamer verlopen als de financiële sector strenger wordt gereguleerd. Aan de periode van ‘easy credit’ en ‘soft budget constraints’ is terecht een einde gekomen nu de economie zich niet meer in een ‘booming’ stadium bevindt. Strengere kredietbeoordeling zal het gevolg zijn. Ook aan de periode van ‘quantitative easing’ door monetaire autoriteiten en lage rentevoeten komt een einde. Tijdvoorkeurvoeten en risicopremies zullen een opwaartse beweging maken. Dit betekent hogere kostenvoeten die worden gebruikt bij het toepassen van investeringsselectiemethoden. Dit zal de financiering van zwakke projecten bemoeilijken.

In de financieringssfeer zijn ook enige agency problemen te herkennen. Er bestaat informatie-asymmetrie tussen het management van een onderneming en de financiers ervan. Dit geldt vooral met betrekking tot de relatie tussen het management en de eigen vermogen verschaffers van beursgenoteerde bedrijven. Het management is bij uitstek de partij om de gediscoteerde verwachte vrije kasstromen, de rentabiliteitswaarde van de onderneming, te bepalen. Daardoor kan het voorkomen dat de aandelen van het bedrijf op de beurs tijdelijk worden overgewaardeerd respectievelijk ondergewaardeerd omdat de aandeelhouders verkeerde inschattingen maken ten aanzien van kasstroom perspectieven en risicograden. Het bestuur van de onderneming kan dit als best geplaatste vaststellen en daar gebruik van maken. Bij overwaardering kan een aandelenemissie worden geplaatst die nieuwe aandelen te koop aanbiedt tegen een te hoge emissieprijs. Dit leidt tot overkapitalisatie van het bedrijf. Er wordt immers geld aangetrokken zonder dat er een specifieke bestemming voor bestaat. Dit kan

worden vermeden door het aangetrokken vermogen te gebruiken om leningen vervroegd af te lossen. Bij onderwaardering kan het bedrijf eigen aandelen inkopen tegen een te lage inkoopprijs. Het benodigde geld voor deze transactie kan desnoods worden geleend. Daardoor wordt het gevaar van onderkapitalisatie geneutraliseerd. Door dergelijke handelwijzen kunnen bedrijven tegen niet-marktconforme voorwaarden extra middelen zich toe-eigenen (“capturing”) die het in de toekomst makkelijker maken deze middelen aan te wenden om hogere vaste salarissen, bonussen, aandelen of optieregelingen aan het management toe te kennen die tot verwatering van het aandelenkapitaal zullen leiden. Ook dit betreft een ernstig agency probleem tussen managers en aandeelhouders in de financieringsfeer.

Tussen managers als vertegenwoordigers van de aandeelhouders en de vreemd vermogensverschaffers van de onderneming speelt nog een ander agency-probleem, namelijk dat van risicoverschuiving. Door veel vreemd vermogen aan te trekken kan het management in de verleiding komen om voor investeringsprojecten te kiezen met scheve risicoverdelingen. Een project met een kleine kans op een zeer succesvolle uitkomst leidt dan tot een enorm rendement voor de aandeelhouders terwijl een grote kans op een niet-succesvolle uitkomst vooral wordt gedragen door de vreemd vermogensverschaffers in de vorm van een faillissement. Een project met een dergelijke risicoverdeling kan onder een dergelijke financieringsstructuur dan interessant zijn om te accepteren.

Het financieren met vreemd vermogen kan overigens ook worden gebruikt om een agency probleem te bestrijden. Indien ondernemingen zich in een situatie bevinden waarin wordt beschikt over positieve ‘free cash flows’, zorgt vreemd vermogen financiering juist voor het tegengaan van verspilling van deze liquide middelen door het management (‘free cash flow hypothese’). Veel vreemd vermogen zorgt voor disciplineren van het management, en is een teken van kracht als ondernemingen in staat zijn zulke financieringsstructuren te realiseren. Het is een positief signaal naar de financiële markt toe.

Veel van de genoemde agency-problemen doen zich voor bij beursgenoteerde. De afstand tussen de financiers en de leiding van ondernemingen is te groot. Een mogelijkheid is om ondernemingen van de beurs te halen en als onderhands gefinancierd bedrijf verder te laten gaan. De afstand tussen financiers en management is dan een stuk kleiner waardoor beter toezicht kan worden uitgeoefend.

Private equity investeerders halen vaak bedrijven van de beurs, een ‘change of control’, en herfinancieren ze dan door meer vreemd vermogen aan te trekken (een ‘leveraged management buy out, LBO). Deze verandering van eigendomsverhoudingen en financieringstructuur wordt gemotiveerd met als argument dat de disciplinerende van de betreffende bedrijven wordt versterkt. Of dit ook werkelijk steeds het geval zal zijn valt te betwijfelen. De PCM-Apax case is een spectaculair voorbeeld van hoe bij dergelijke transacties eerder van waarde toe-eigening moet worden gesproken dan van waardecreatie. In 2010 werd het hoogste management van PCM hier voor veroordeeld vanwege wanbeleid door het Gerechtshof te Amsterdam.

#### *9.4.3 Dividendvraagstukken*

Het alomvattende doel van aandeelhouder waardecreatie betekent overigens niet dat aandeelhouders hun beloning alleen in de vorm van koerswinst wensen te ontvangen. Een andere beloningcomponent voor aandeelhouders bestaat uit het ontvangen van cash dividend. In welke combinatie de onderneming cash dividend, respectievelijk koerswinst moet toekennen aan de aandeelhouders wordt bestudeerd in de dividendbeslissing. In een perfecte vermogensmarkt leert de financieringstheorie dat het er niet toe doet welke combinatie van cash dividend of koerswinst wordt gekozen. Met één of meer marktimperfecties die van kracht zijn in de praktijk, zoals transactiekosten en agency-kosten, kan de beslissing anders uitpakken. De ‘free cash flow’ hypothese stelt bijvoorbeeld dat managers de neiging hebben om de overvloedige liquide middelen te verspillen. Het is dan beter deze middelen uit te betalen aan de aandeelhouders die bij nieuwe investeringsprojecten altijd weer nieuw vermogen aan de onderneming beschikbaar kunnen stellen als het opportuun is, namelijk indien er een gereede kans is op waarde creatie.

#### *9.4.4 Beloningsvraagstukken*

Ook in de belonings sfeer doen zich spanningen voor tussen management en aandeelhouders. Een vergoedingspakket voor managers bestaat doorgaans uit financiële en niet-financiële componenten. Het financiële deel bestaat uit een vast salaris plus een bonus, plus mogelijk een optieregeling en/of een aandelenpakket, plus secundaire arbeidsvoorwaarden zoals een pensioenregeling. Het niet-financiële deel bestaat uit inkomen in natura. De leden van de Raad van Bestuur onderhandelen met de ‘remuneration’-commissie van de Raad van Commissarissen over de omvang en samenstelling van dit pakket. Naleving van de gemaakte afspraken wordt verondersteld. Indien managers een groter dan afgesproken deel van hun

beloning in natura aan zichzelf doen toekomen ('self serving behavior') wordt in de agency-literatuur gesproken over 'consumption on the job' of over 'perquisites'.

Een ander belangrijk fenomeen dat zich in de financiële belonings sfeer voordoet is het toekennen van opties aan het management. Na introductie van dit instrument werd in eerste instantie gedacht dat dit het panacee was voor het oplossen van het agency-probleem tussen managers en aandeelhouders. Managers, in het bezit van optiepakketten, hebben nu belang bij het bevorderen van marktwaarde van de aandeelhouders, zo werd gedacht omdat ze daar nu via hun optiepakket onmiddellijk van mee profiteren. Na invoering van dit beloningsinstrument werden na verloop van tijd ook de keerzijden van dit middel duidelijk. Groepen managers in het bedrijfsleven hebben dit instrument aangewend om bij een opgaande beursontwikkeling en/of een aantrekkende fusie- en overnamemarkt de aanzienlijk in waarde gestegen call opties uit te oefenen om de daarmee goedkoop gekochte aandelen van de eigen onderneming onmiddellijk door te verkopen tegen aanzienlijk hogere koersen waardoor de manager in kwestie snel de status van vermogende particulier wist te bereiken en daarmee volledig onafhankelijk kwam te staan ten opzichte van de onderneming die men diende. Het ontbreken van een plafond ('pay cap') in de beloning met opties blijkt bij forse koersstijgingen zoals die zich voordoen bij fusie- en overnametransacties een averechts en pervers effect te kunnen hebben op het gedrag van de bestuurder. De bestuurder krijgt er direct financieel belang bij de onderneming in een fusie- en overnametransactie te betrekken. Het moedigt 'hit and run' gedrag aan. Of ondernemingen en andere betrokkenen hiermee gediend zijn is twijfelachtig.

Naast het toekennen van opties aan managers is het ook mogelijk de beloning rechtstreeks te doen toekomen in de vorm van het beschikbaar stellen van een aandelenpakket. Van deze beloningsvorm werd een vergelijkbaar effect verwacht als van het toekennen van opties. Aandeelhouders en managers hebben ook nu dezelfde belangen en daarom zullen managers het doel van de aandeelhouders willen natreven. Maar ook nu kunnen ongewenste effecten optreden. Nu de aandeelhouderstructuur bestaat uit twee soorten aandeelhouders, namelijk insiders en outsiders, kan er tussen deze twee groepen een belangentegenstelling ontstaan. Hiervoor werd al beschreven welke gelegenheden zich voor managers kunnen voordoen indien het aandeel op de beurs tijdelijk is over- of ondergewaardeerd. Handel in de eigen aandelen door insiders betekent eigenlijk dat beter geïnformeerde aandeelhouders transacties aangaan met minder geïnformeerde aandeelhouders. Ook dit zet voor managers de poorten open om op korte termijn de positie van vermogende particulier te bereiken. De onderneming fungeert via boven beschreven mechanismen als springplank, of anders gezegd als financiële

hefboom ('leverage') voor het management om van leidinggevende arbeid de begeerde status van kapitalist te bereiken.

#### *9.4.5 Samenvatting*

Samenvattend kan worden gesteld dat het agency probleem tussen managers en aandeelhouders en vreemd vermogenverschaffers bestaat uit de volgende onderdelen:

- Screening en 'budgetary slack'-probleem bij de investeringen
- 'Overinvestment'-probleem
- 'Underinvestment'-probleem
- Her-, over- of onderkapitalisatie-probleem bij de financiering
- Risicoverschuiving-probleem bij de financiering
- 'Consumption-on-the-job'-probleem en 'excessive remuneration'-probleem ('self serving behavior')

Deze punten werden door Jensen en Meckling (1976) destijds in hun artikel samengevat in de term: 'residual loss'. 'Residual loss' kan worden gezien als een vorm van 'value capturing'. Aandeelhouders zullen pogingen ondernemen om dit 'residual loss', namelijk de gedeelde marktwaardestijging, te vermijden door toezichtmechanismen ('monitoring') in te stellen via een systeem van ondernemingsbestuur ('corporate governance'). Deze toezicht inspanningen van de zijde van de aandeelhouders gaan gepaard met het maken van kosten, zogenaamde 'monitoring costs'. Van de zijde van het management worden verantwoordingsinspanningen gevraagd die leiden tot verantwoordingskosten, oftewel 'bonding costs'. De suggestie in het artikel van Jensen en Meckling (1976) is dat de combinatie van 'residual loss', 'monitoring costs' en 'bonding costs' zal worden geoptimaliseerd.

Zij introduceren in hun artikel ook het beeld van de onderneming als 'nexus of contract'. Het management zit als een spin centraal in het web van contracten dat de onderneming sluit met de overige participanten ('stakeholders'). Het management zit ingeklemd tussen enerzijds de financiers, de factor arbeid, de grondstoffenleveranciers en anderzijds de afnemers van goederen en diensten en benut deze centrale positie in het netwerk om waarde af te romen ('value capturing') die door andere 'stakeholders' is gegenereerd.

## 9.5 Welke rol spelen deze thema's voor het gedrag en de activiteiten van de managers in de praktijk van alledag?

De thema's, zoals investeringsvraagstukken, financieringsvraagstukken en beloningsvraagstukken voor aandeelhouders en management, spelen natuurlijk een permanente rol in het werk van het management van ondernemingen. Het is de kerntaak van financieel management. Maar het in dit artikel aangesneden dieper liggende onderwerp van waardecreatie versus waarde toe-eigening is een minder voor de hand liggend onderwerp op de agenda van het management. Niet iedereen zal het thema in z'n volle draagwijdte doorzien vanwege de verhullende manier waarop er in wetenschap en praktijk mee wordt omgegaan en de ethische kant er van beseffen.

De georganiseerde misdaad is de meest extreme vorm van waarde toe-eigening. Denk daarbij aan maffiapraktijken als afpersing, wapen- en drugshandel, illegale afvalverwerking, etc. waarmee waarde wordt toegeëigend die vervolgens via witwaspraktijken in het officiële circuit worden gebracht. De informele economie van de onderwereld probeert zich geleidelijk via witwas transacties een positie in de formele economie van de bovenwereld te verwerven. Dat deze activiteiten illegaal en onethisch zijn is voor iedereen duidelijk. Maar waar ligt de grens? En zijn waarde toe-eigeningspraktijken die legaal zijn ook ethisch acceptabel? Welke effecten hebben waarde toe-eigeningspraktijken op de geloofwaardigheid en reputatie van ondernemingen? En daarmee op de geloofwaardigheid en reputatie van het management van die ondernemingen?

Een interessante vraag in dit verband is of het achterwege laten van bepaalde waarde toe-eigeningspraktijken, zoals het adverteren voor rookwaren, alcohol of bepaalde voedingswaren voor bepaalde doelgroepen bijdraagt aan de geloofwaardigheid en reputatie van ondernemingen zodat gesproken kan worden van maatschappelijk verantwoord ondernemerschap?

Inmiddels is er een rijke wetenschappelijke literatuur ontstaan op het gebied van 'corporate social performance', 'corporate financial performance' en 'corporate social responsibility' en over de relatie die er mogelijk tussen deze begrippen bestaat. En deze thematiek wordt vaak weer verbonden met het begrip duurzaamheid ('sustainability') en met de rentmeesterschaptheorie ('stewardship theory').

Dit onderwerp zal het gedrag en de activiteiten van managers in de praktijk van alledag veelvuldig gaan beheersen, zo is de verwachting. Zeker nu in de economische wetenschap



meer ruimte is ontstaan voor pluriformiteit door de introductie van een nieuw paradigma dat bekend staat als “performativity of language/theory”.

Welke te ondernemen activiteiten dragen bij aan de financiële prestaties (financiële waarde creatie), aan de sociale prestaties (waardecreatie voor de ‘stakeholders’) en aan duurzaamheid (maatschappelijke waardecreatie)? Liggen deze activiteiten in elkaars verlengde? Of staan ze haaks op elkaar? Leveren deze activiteiten een bijdrage aan een duurzaam concurrentievoordeel voor de onderneming? Welke organisatievormen zijn het meest geschikt om dergelijke activiteiten in onder te brengen? Vennootschappen of coöperatieve verenigingen?

Kortom een goedgevulde agenda met een stevige uitdaging waarvoor veel leiderschap is gevraagd. Of zal dit onderwerp ten prooi van vallen aan ‘managerial capture’ (Owen et al., 2000)?

*Literatuur:*

- Adams, J.S. (1963), Toward an understanding of inequity, *Journal of Abnormal and Social Psychology*, vol. 67, pp. 422–436
- William J. Baumol (1990), Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, Part 1., pp. 893-921.
- William J. Baumol (1990), Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive, *Journal of Business venturing*, Vol. 11, No. 1, pp. 3-22.
- Bebchuk, L., Fried, J., Walker, D. (2004), Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation, *University of Chicago Law Review*, vol. 69, p. 751-846.
- Bebchuk, L., Fried, J. (2004), Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation, Harvard University Press.
- Bowman, Cliff and Véronique Ambrosini, (2010) "How value is created, captured and destroyed", *European Business Review*, Vol. 22, nr.5, pp.479 – 495
- Bowman, C. and Ambrosini, V. (2000), Value Creation Versus Value Capture: Towards a Coherent Definition of Value in Strategy. *British Journal of Management*, 11: 1–15
- Bowman, C. and Ambrosini, V. (2007), Identifying valuable resources, *European Management Journal*, Vol. 25, No. 4, pp. 320–329
- Callon, M. (2008), What does it mean to say that economics is performative?, in: D. MacKenzie, F. Muniesa and L. Siu (Eds.), *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*, Princeton University Press
- Faulhaber, Baumol (1988), Economists as innovators: practical products of theoretical research, *Journal of Economic Literature*, vol. 26, p.577-600
- Frank, R.H., P.J. Cook (1995), The winner-take-all society, Free Press.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- MacKenzie, Donald (2008), An engine, not a camera: how financial models shape markets, MIT Press.
- Mankiw, N.G. (2006), The Macroeconomist as Scientist and Engineer, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, No. 4, pp. 29-46
- Owen, David L. , Swift, Tracey A. , Humphrey, Christopher and Bowerman, Mary (2000) "The new social audits: accountability, managerial capture or the agenda of social champions?", *European Accounting Review*, 9: 1, p. 81 — 98
- Singh, R. (2010), Cost and time overruns in infrastructure projects, *Economic and Political Weekly*, Vol XLV No 21, pages 43-54.