

# ***Overheid als aandeelhouder: een economisch perspectief***

Arnoud W.A. Boot  
Hoogleraar Ondernemingsfinanciering en  
Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam

## ***Inhoudsopgave***

	Pag.
1. Introductie	2
2. Afbakening publiek/privaat	6
2.1. Falende markten	6
2.2. Uitvoering door de overheid?	8
2.3. Het belang van contracteerbaarheid	9
2.4. Overheidsfalen?	10
2.5. Keuze privaat of publiek	11
3. Aandeelhouderschap	15
3.1. Positie van aandeelhouders in het algemeen	15
3.2. Overheid als 100% aandeelhouder	17
3.3. Minderheidsprivatisering: overheid op 51%	19
3.4. Effectuering van het aandeelhouderschap van de overheid	23
3.5. Beschermingsconstructies als alternatief?	25
4. Conclusies	27
Referenties	29

## *Overheid als aandeelhouder: een economisch perspectief*

### *1. Inleiding*

Het primaat van de markt viert de laatste decennia hoogtij. Adam Smith, de grote econoom uit de 18e eeuw, heeft dan toch gelijk gekregen: markt boven alles.<sup>1</sup> Inderdaad de 21ste eeuw is begonnen als de eeuw van de markt en de terugtrekkende overheid. Laat de markt zijn werk doen, de overheid faciliteert. De overheid wil geen aandeelhouder meer zijn. Publieke bedrijven, of het nu Schiphol is of een nutsbedrijf zouden moeten worden geprivatiseerd. De laatste paar jaar lijkt weer sprake van een kentering. Is de markt niet teveel opgehemeld? Suggesties over privatisering en bijvoorbeeld marktwerking in de zorg en onderwijs roepen grote emoties op. De plaatsbepaling van publiek en privaat staat zwaar ter discussie. In dit bredere kader valt ook de wenselijkheid van aandeelhouderschap van de overheid in ondernemingen. Is dit wenselijk? En zo ja, wanneer en hoe dan? Deze vragen staan centraal in dit essay.

De wenselijkheid van een aandeelhouderschap van de overheid in ondernemingen staat ter discussie. De overheid is hier in principe op tegen. In de Nota Deelnemingen Beleid uit 2001 is neergelegd dat de kern van het overheidsbeleid is om publieke belangen te regelen via wet- en regelgeving en in principe niet via het aanhouden van aandelenbelangen. Dit is de zogenaamde Zalm-doctrine. In grote lijnen bestaat hierover overeenstemming.

In ons economisch bestel is geen rol voor de overheid voorzien voor activiteiten die op adequate wijze door de markt kunnen worden verricht, zolang althans via wet- en regelgeving publieke belangen zijn veiliggesteld. Zo ziet de overheid geen reden om de broodproductie te nationaliseren. Sinds mensenheugenis is de markt hiertoe in staat, en zijn publieke zorgen over de volksgezondheid geborgd via een adequaat systeem van wet- en regelgeving aangevuld met toezicht. Ook lijkt de overheid niet van plan over te

---

<sup>1</sup> Dit doet niet helemaal recht aan de opvattingen van Adam Smith. Hij had weldegelijk oog voor de beperkingen van de markt, maar zijn notie van de 'invisible hand' van de markt als ordeningsmechanisme is van grote betekenis geweest voor het marktdenken (Smith, 1776).

gaan tot het nationaliseren van de commerciële banken ondanks de cruciale rol die de financiële infrastructuur speelt voor de Nederlandse economie als geheel.<sup>2</sup>

De wenselijkheid van publiek aandeelhouderschap moet dus gezien worden als onderdeel van het afbakeningsvraagstuk tussen overheid en markt. Welke activiteiten kunnen aan de markt worden overgelaten en welke activiteiten vragen om overheidsbemoeienis? En als er een noodzaak is van bemoeienis van de overheid wat behelst deze dan? Louter regie via wet- en/of regelgeving met uitvoering in de markt, of daadwerkelijke uitvoering binnen het publieke domein? In het laatste geval zal er geen sprake van privatisering kunnen zijn, en is de overheid in wezen 100% aandeelhouder. Of er gesproken kan worden van daadwerkelijk aandeelhouderschap hangt af van de wijze van organisatie van de activiteit. Alleen als gekozen is voor een vennootschapsvorm met uitstaande aandelen (een 'kapitaalvennootschap') is hiervan sprake. Dit vereist verzelfstandiging, en bovendien de keuze voor een dergelijke ondernemingsvorm. Zo is de overheid (samen met lagere overheden) vooralsnog 100% aandeelhouder in de N.V. Schiphol, maar is er in het geval van bijvoorbeeld woningcorporaties via de daar gekozen stichting- en verenigingsvormen in het geheel geen sprake van aandeelhouderschap.

Ik ga niet in op de precieze overwegingen die ten grondslag liggen aan de gekozen structuur, bijvoorbeeld de keuze voor 100 % overheidsaandeelhouderschap in een NV dan wel een ZBO structuur, of een structurering van woningcorporatie-activiteiten in een stichting of vereniging. Hoewel ontegenzeggelijk van groot belang, spitst deze bijdrage zich toe op of de overheid moet vasthouden aan een aandelenbelang, en zo ja hoe ze met haar aandeelhouderschap moet omgaan. Er is dan dus per definitie sprake van een kapitaalvennootschap.

Zoals is onderkend in de adviesaanvraag is een belangrijke factor die ten grondslag ligt aan de rechtvaardiging van overheidsbemoeienis het bestaan van te waarborgen publieke belangen. Begrip over het verband tussen publieke belangen en de wijze van organisatie

---

<sup>2</sup> De aanwezigheid van publieke banken, de Bank voor Nederlandse Gemeenten (BNG) en de Waterschapsbank, is een uitzondering die *zou* kunnen wijzen op een noodzaak om bepaalde bancaire activiteiten onder de vleugels van de overheid te houden. Het is mij echter niet duidelijk wat deze noodzaak zou kunnen zijn. Misschien is dit ook wel de reden waarom in toenemende mate wordt geprobeerd de speciale positie van deze banken terug te dringen.

van de betreffende activiteit, en met name de eigendomsstructuur, is van cruciale betekenis voor het adresseren van de kernproblematiek van deze adviesaanvraag: de wenselijkheid van aandeelhouderschap van de overheid. De vraagstelling is toegespitst op de mogelijkheid, noodzaak en wenselijkheid om via overheidsaandeelhouderschap publieke belangen veilig te stellen. De analyse hiervan vergt een begrip over de bredere publiek-private afweging, om vandaar uit conclusies te kunnen trekken over de wenselijkheid van aandeelhouderschap van de overheid. Voor de opzet van dit essay betekent dit dat ik allereerst inga op het publiek-private speelveld. In het bijzonder staat de vraag centraal in wat voor situaties publieke belangen dwingen tot overheidsbemoediging die verder gaat dan louter wet- en regelgeving. Dit betreft ook de vraag wanneer het gewenst is dat een activiteit in het publieke domein wordt uitgevoerd.

Deze analyse zou idealiter moeten leiden tot een inventarisatie van mogelijke publieke belangen die niet of moeilijk te borgen zijn via wet- en regelgeving. Vervolgens moet voor activiteiten waar (mogelijk) sprake is van dergelijke moeilijk te borgen publieke belangen worden bekeken of het daadwerkelijke uitvoeren van deze activiteiten binnen het publieke domein uitkomst biedt. De vraag die daarbij centraal moet staan is of het mogelijke 'overheidsfalen' erger is dan de kwaal, namelijk het marktfalen dat ten grondslag ligt aan de wens voor publieke uitvoering. Het is onder meer deze angst voor overheidsfalen die geleid heeft tot professionalisering via verzelfstandigingsoperaties waardoor vennootschappen zijn gecreëerd met 100% overheidsaandeelhouders. Hoewel deze bedrijven een private rechtsvorm aannemen, veelal een N.V., ligt het eigendom volledig bij de overheid, en is er in mijn optiek sprake van publieke bedrijven en publieke uitvoering.<sup>3</sup> Een belangrijke vraag is of dit 'op afstand plaatsen' via verzelfstandiging bijdraagt aan de verwezenlijking van de publieke belangen, of daar juist schade aan toebrengt.

Vanuit deze achtergrond kan de rol van de overheid als aandeelhouder worden geanalyseerd. Ik richt mij daarbij allereerst op de overheid als 100% aandeelhouder,

---

<sup>3</sup> Een referent merkte op dat ik ten onrechte een publieke vennootschap gelijk stel aan publiek bedrijven en publieke uitvoering. De duidelijker rolafbakening (eigenaar, bestuur, RvC, etc.) in een vennootschap zou een verschil maken t.o.v. bijvoorbeeld een ZBO. Dit laatste is inderdaad vaak een verschil. Ten principale vind ik echter dat de verschillen in (juridische) verschijningsvormen onverlet laten dat sprake is van publieke bedrijven en publieke uitvoering.

vervolgens op de mogelijkheden van partieel aandeelhouderschap. In dit laatste geval spelen ook belangrijke governance vraagstukken betreffende de verhouding tussen de belangen van de overheid en de belangen van de overige aandeelhouders. Dit heeft mogelijk consequenties voor de opstelling van de overheid als aandeelhouder.

Bovenal is het echter de vraag of een aandelenbelang van de overheid zich leent voor de borging van publieke belangen, en zo ja, hoe dit vorm zou moeten krijgen. Mijn invalshoek is hierbij zowel pragmatisch – als je het wilt, hoe doe je het dan? – als principieel, moet je het wel willen? Zijdelings komt hierbij ook de vraag naar voren of een dergelijke activiteit met moeilijk te borgen publieke belangen wel in een kapitaalvennootschap moet zitten. Dit roept de vraag op of verzelfstandiging voor dergelijke activiteiten wenselijk is, en meer in het bijzonder, of het wenselijk is dat dit via de oprichting van een kapitaalvennootschap gebeurt.

Een belangrijke conclusie die in dit essay wordt getrokken is dat er omstandigheden denkbaar zijn waarin het behoud van aandeelhouderschap bij de overheid wenselijk kan zijn vanuit de noodzaak tot borging van publieke belangen. Cruciaal is echter het afbakenen van de omstandigheden waaronder dit kan gelden, en de operationalisering van een dergelijk aandeelhouderschap. Het is verre van denkbeeldig dat de keuze van een dergelijk aandeelhouderschap meer problemen genereert dan dat het oplost.

Tot slot is het belangrijk op te merken dat ik in dit essay geen standpunt inneem met betrekking tot de wenselijkheid van privatisering en/of het behoud van aandeelhouderschap bij de overheid in het geval van specifieke dossiers. Wat ik wel doe is het schetsen van de omstandigheden, cq. voorwaarden, waaronder een bepaalde keuze optimaal kan zijn.

## *2. Afbakening publiek/privaat*

Het evenwicht tussen overheid en markt staat zwaar ter discussie. Waar faalt de markt, en is de regie nodig van de overheid? En waar faalt de overheid en is de regie nodig van de markt? En hoe valt het balletje dan? Toch privatiseren maar wet- en regelgeving invoeren om publieke belangen veilig te stellen? Of is het vertrouwen in regelgeving te ver doorgeslagen en dus niet privatiseren en zelf (blijven) doen, met dito aandeelhouderschap?

Om hier enig gevoel voor te krijgen, en te kunnen uitstijgen boven emotie en ideologische overwegingen is enige abstractie nodig. Een fundament moet worden gelegd onder de markt versus overheid problematiek. Wat zijn belangrijke factoren die activiteiten meer richting markt of overheid sturen? Zodra we daar een gevoel voor hebben is het mogelijk om te spreken over de afbakening, of juist de samenhang tussen het publieke en private.

Vanuit dit hoge(re) abstractieniveau zal ik afdalen naar de meer concrete werkelijkheid. Ik zal ingaan op de sectoren en activiteiten waar de publiek-private afbakening speelt. Wat zijn de concrete publieke belangen waar het over gaat? En welke publieke belangen zijn moeilijk te vatten in wet- en regelgeving? Een sleutelwoord is hierbij 'contracteerbaarheid'. Gebrek aan contracteerbaarheid is bijna synoniem aan het niet kunnen borgen via wet- en regelgeving. Allereerst ga ik nader in op de rol van de overheid, namelijk welke activiteiten hebben een publiek belang, en wat betekent dat voor de uitvoering van die activiteiten? Het spanningsveld tussen overheidsfalen en marktfalen staat hierbij centraal.

### *2.1. Falende markten*

Het Hoofdtheorem van de welvaartstheorie zegt dat bij volledige concurrentie op alle markten, waarbij iedereen over alle noodzakelijke informatie beschikt en goederen vrij verhandelbaar zijn, de markt leidt tot een doelmatige, Pareto efficiënte uitkomst. Centraal hierbij staat een frictieloze werking van het prijsmechanisme dat zou moeten leiden tot een doelmatige allocatie van middelen in de maatschappij. Dit is wat Adam Smith verstaat onder de 'invisible hand' van de markt (Smith, 1776).

Dit hoofdtheorema van de welvaartstheorie verschaft een mooie benchmark, maar kan moeilijk als een feitelijk juiste karakterisering worden gezien van de werkelijkheid. De problematiek van overheid versus markt vindt zijn bestaansrecht in het mogelijk falen van de markt, en dit is nu net wat het welvaartstheorema uitsluit.<sup>4</sup> Waar faalt de markt, en waar geldt het welvaartstheorema dus niet?

Een voor dit essay belangrijk gebied is waar sprake is van externe effecten.<sup>5</sup> Het typische voorbeeld is het milieu. Een onderneming zou mogelijk de nadelige effecten op anderen van zijn milieu vervuilende productiemethoden onvoldoende in beschouwing nemen zolang hij niet hoeft op te draaien voor de volledige maatschappelijke kosten daarvan. Hier is dan sprake van een publiek belang dat geborgd moet worden.<sup>6</sup>

Externe effecten komen echter voor in vele soorten en maten. In het geval van elektriciteit is leveringszekerheid van groot belang. Het adequaat functioneren van het elektriciteitsnetwerk is een noodzakelijke voorwaarde voor bijna elke economische activiteit in dit land. Zo is ook het goed functioneren van het vaste netwerk van KPN van grote betekenis voor bijvoorbeeld het computerverkeer in Nederland. In het geval van Schiphol speelt dat het instandhouden van een wijdvertakt net van verbindingen van

---

<sup>4</sup> Hoewel doelmatigheid is gegarandeerd onder de strikte perfectie veronderstellingen van dit welvaartstheorema, en niemand beter af kan worden gemaakt zonder dat iemand anders er op achter uit gaat (Pareto-efficiëntie), zegt het hoofdtheorema niets over de rechtvaardigheid van de verdeling. Dat betekent dat er een mogelijke rol is voor de overheid om een rechtvaardige inkomensverdeling te faciliteren (zie Van der Ploeg en Teulings (1992) voor een uitwerking hiervan). Hetzelfde geldt voor het verzekeren van de toegankelijkheid van onderwijs, gezondheidszorg en huisvesting voor iedereen. Naast rechtvaardigheid en (universele) toegankelijkheid is ook de legitimiteit van gezag een reden voor overheidsingrijpen. Dit speelt, bijvoorbeeld bij de politie, of bij de uitvoeringsorganen van andere meer (publieke) regulerende activiteiten. Deze laatste worden meestal verzelfstandigd door het creëren van ZBO's.

<sup>5</sup> Andere belangrijke oorzaken voor het falen van de markt zijn verbonden aan een gebrek aan observeerbaarheid (asymmetrische informatie). Allerlei verzekeringsmarkten werken hierdoor mogelijk gebrekkig. Hetzelfde kan gelden voor andere markten, bijvoorbeeld de markt voor kredieten (Boot en Schmeits, 2004). Daarnaast kan het adequaat voorzien in publieke goederen (gelijke toegankelijkheid, rechtszekerheid, etc.) reden zijn voor ingrijpen van de overheid in het marktproces.

<sup>6</sup> Het Coase-theorema suggereert dat de markt dit zelf zou moeten kunnen oplossen door de onderneming alle omwonenden schadeloos te laten stellen (Coase, 1960). De onderhandelingen die hiervoor nodig zijn, zijn echter buitengewoon ingewikkeld. De handel in emissie-rechten tracht deze weg te volgen door een 'marktprijs' te koppelen aan rechten op vervuiling.

belang kan zijn omdat dat Nederland als vestigingsplaats van ondernemingen sterk in attractiviteit doet stijgen.<sup>7</sup>

Een complicatie is dat er activiteiten zijn met grote externe effecten die tevens een natuurlijk-monopolie-achtig karakter hebben. Dit betreffen bijna altijd netwerken en andere vormen van ‘essential facilities’; bijvoorbeeld het telefonienetwerk en elektriciteitsnetwerken. Een probleem dat speelt is dat vanuit competitief oogpunt de toegang tot een dergelijk netwerk gemakkelijk moet zijn – geen discriminatie en monopolieprijzen – terwijl tegelijkertijd zo optimaal mogelijk in het netwerk moet worden geïnvesteerd om te zorgen dat het voldoende capaciteit heeft, tijdig wordt gemoderniseerd en storingsvrij is.<sup>8</sup>

Hiermee is duidelijk dat er sprake kan zijn van evidente publieke belangen die gewaarborgd moeten worden. Overheidsbemoeienis is dan ook niet te voorkomen, juist om die publieke belangen veilig te stellen. Hiermee is niet beantwoord waarom het nodig is om activiteiten binnen het overheidsdomein uit te voeren. Zijn wet- en regelgeving niet voldoende om de publieke belangen veilig te stellen?

## *2.2. Uitvoering door de overheid?*

Het bestaan van een te borgen publiek belang biedt een rechtvaardiging voor het bestaan van wet- en regelgeving. In principe zou die regelgeving (bij de energiemarkt bijvoorbeeld regelgeving betreffende de prijs, leveringszekerheid, toegankelijkheid, etc.) en het bijbehorende toezicht private uitvoering mogelijk kunnen maken. Het publiek belang zegt dus niet dat iets in overheidshanden moet blijven.

---

<sup>7</sup> Dit is het zogenaamde ‘mainport concept’. Ik laat in het midden of privatisering risico’s inhoudt voor het voortbestaan van Schiphol als mainport, en of überhaupt het definiëren van publieke belangen rond het concept mainport van belang is.

<sup>8</sup> Bijvoorbeeld, de vergoeding die aan andere (niet KPN) aanbieders wordt gevraagd voor toegang tot het vaste netwerk dat in handen is van KPN (de zogenaamde interconnectie) mag niet te hoog zijn, dat belemmert namelijk concurrentie, maar ook niet te laag want dat ontmoedigt KPN te investeren in het netwerk. In het geval van telefonie zijn alternatieve netwerken op te zetten. Het is dan ook goed mogelijk dat een te hoog interconnectietarief ook voordelen heeft, namelijk het bevordert het ontstaan van concurrerende netwerken. Dit is overigens een algemene les: waar mogelijk zorg voor concurrentie *tussen* netwerken. Dit is vaak, zo niet bijna altijd, meer effectief dan het proberen te faciliteren van concurrentie *op* een netwerk, of het proberen in de hand te houden van een monopolist.

Wat zijn de criteria om iets wel in overheidshanden te laten? Als voorbeeld neem het advies van de Raad voor Verkeer en Waterstaat inzake Schiphol (RVVW, 2004). Hierin wordt gesteld dat het moeilijk is in wet- en regelgeving de mainportfunctie van Schiphol veilig te stellen. Dit wordt gezien door de RVVW als een moeilijk grijpbaar publiek belang. Gesteld wordt in dit advies, toepasselijk getiteld 'Behoud de meerderheid...', dat een betrokkenheid van de overheid als mede-aandeelhouder hierom mogelijk blijvend noodzakelijk is. De RVVW concludeert dat dit laat zien dat de in haar ogen 'starre Zalm-doctrine' (aandelenbelangen niet bij de overheid; publieke belangen louter borgen via wet- en regelgeving) in een aantal situaties niet werkbaar is.

Over de wenselijkheid en haalbaarheid van het behouden van aandelenbelangen bij de overheid gaat paragraaf 3. Het enige dat ik hier wil opmerken is dat als een dergelijk aandelenbelang niet mogelijk is, het RVVW-advies in wezen betekent dat Schiphol niet zou moeten worden geprivatiseerd vanwege de in de ogen van de RVVW niet adequaat te borgen publieke belangen.

### *2.3. Het belang van contracteerbaarheid*

Sommige taken met aanzienlijke publieke belangen kunnen weldegelijk in de private markt worden geplaatst, en moeten dan onderworpen zijn aan wet- en regelgeving die de publieke belangen waarborgt. In andere gevallen kan er mogelijk alleen sprake zijn van uitbesteding van deelactiviteiten die wel voldoende contracteerbaar zijn. Zie ook Box 1 voor een nadere uitwerking hiervan. Dus er is een soort continuüm van alles bij overheid, via sommige stukjes uitbesteden, naar alles in de private markt (waar louter wordt terugvallen op wet- en regelgeving voor de bewaking van publieke belangen).

Een belangrijk inzicht dat in deze paragraaf wordt ontwikkeld is dat plaatsing in de private markt kan mits de betreffende activiteit voldoende contracteerbaar is. Dus de combinatie publiek belang samen met (noodzakelijke) publieke uitvoering is een subset van wat publiek belang heeft.

Activiteiten van publiek belang die ook een publieke uitvoering kennen zullen er altijd zijn. Hier ligt een directe relatie met de moeilijke contracteerbaarheid.<sup>9</sup> Men mag concluderen dat als de complexiteit van de publieke zaak dusdanig is dat het bijna onmogelijk is om heldere contracten te maken (gebrek aan contracteerbaarheid), een activiteit door de overheid (al of niet via de creatie van een 100% aandelenbelang in een kapitaalvennootschap) zou moeten worden uitgevoerd. De reden is dat er in dit geval in de private sector onvoldoende greep op te houden zou zijn. Self-serving gedrag zou door de gebrekkige contracteerbaarheid tot grote problemen kunnen leiden, daarbij aangemoedigd door winstbejag. Controle is immers bij gebrek aan contracteerbaarheid zeer moeilijk. In dat geval zou het beter kunnen zijn “de kat niet op het spek te binden” en te kiezen voor publieke uitvoering.

#### *2.4. Overheidsfalen?*

Het voorgaande klinkt mooi maar hoe slagen we in een efficiënte uitvoering door de overheid? Een probleem is hoe prestatieprikkels in te bouwen voor publiek uit te voeren activiteiten. Hierover bestaan verschillen in opvatting. Grosso modo is men het er echter over eens dat binnen de overheidsorganisatie het moeilijk is om voldoende scherp en efficiëntie af te dwingen. Het moeilijk contracteerbare karakter van de activiteit voegt hierbij een complexiteit toe.

De gebrekkige contracteerbaarheid maakt het zeer lastig om tot afrekenbare prestatienormen te komen. Hiermee bedoel ik ook dat als je prestatieprikkels ophangt aan aanwezige meetbare grootheden je gedrag uitlokt dat belangrijke niet meetbare grootheden zou kunnen doen verwaarlozen. Dit speelt natuurlijk ook in een gewone onderneming, ook daar is het maken van prestatiecontracten – bijvoorbeeld het stimuleren van een optimale samenwerking – moeilijk in een contract te vatten. Er is wel een verschil op het niveau van de organisatie als geheel: bij beursgenoteerde ondernemingen is er misschien een meer eenduidig all-inclusive doel: maximalisatie van

---

<sup>9</sup> Deze moeilijke contracteerbaarheid heeft nog andere gevolgen. Het maakt namelijk het geven van speelruimte heel moeilijk. Bijvoorbeeld aan medisch specialisten kan maar zeer beperkte ruimte worden gegeven, ook als je ze contractueel inhuurt (zoals nu vaak het geval is). Waarom? Door zijn of haar kennismonopolie valt de activiteit moeilijk te controleren; het is lastig te bepalen of bepaalde handelingen werkelijk nodig zijn. Dus wat zien we? Strikte contracten en weinig vraagsturing (zou deur openzetten voor meer handelingen). In gezondheidszorg is in de nieuwste voorstellen de hoop gevestigd op verzekeraars als beter geïnformeerde onderhandelingspartner van medische aanbieders.

de aandeelhouderswaarde, althans in de Angelsaksische wereld. Maar ook dit is zeker niet uniform. Vergelijk de Rabobank, dit is een coöperatie. Hoe moeten daar prestatienormen worden gedefinieerd op het niveau van de onderneming en haar bestuurders? Dit is overigens zeker niet onmogelijk maar waarschijnlijk wel lastiger dan bij een puur op aandeelhouderswaarde aangestuurde onderneming.

Box 1:

*Tijdelijke concessie en uitbesteding als alternatief*

Er is ook in moeilijk contracteerbare situaties soms een mogelijkheid om toch een activiteit privaat te laten uitvoeren. Hiervan kan sprake zijn als een activiteit duidelijk af te bakenen is. Door middel van een *tijdelijke* concessie kan deze worden aanbesteed. De evaluatie van de concessie, en het mogelijk opnieuw toekennen kan dan afhankelijk worden gemaakt van de tevredenheid over de uitvoering. Hoewel mogelijk strikt genomen niet volledig contracteerbaar maakt deze beoordeling (dat wil zeggen, de evaluatie van het verloop van de concessie), in combinatie met het op grond hiervan al dan niet opnieuw verlenen van de concessie, aanbesteding mogelijk met evaluatie op grond van ‘zachte’ – strikt genomen moeilijk contracteerbaar – grootheden. Dit kan ook bij outsourcing in het algemeen. Via een dergelijke aanbesteding worden reputatiemechanismen van belang. Van verlenging zal immers alleen sprake kunnen zijn bij voldoende tevredenheid.

Cruciaal is dat sprake is van *tijdelijkheid* (en dus een beslissing over verlenging). Dit zet het reputatiemechanisme in werking. Wel moet er voor worden gewaakt dat er geen afhankelijkheid ontstaat van de partij die de concessie, cq. aanbesteding, verwerft. Dat wil zeggen, de concessie moet echt tijdelijk (te maken) zijn en niet impliciet “onafneembaar” zijn. De tijdelijkheid heeft nog een ander voordeel, namelijk dat het omkeerbaar is. Dit kan van belang zijn omdat sprake kan zijn van over de tijd zich wijzigende publieke belangen.

### *2.5. Keuze privaat of publiek*

De keuze voor privaat betekent privatisering. De privatiseringvraag is het meest voor de handliggend voor die activiteiten waarvoor een concurrerende marktomgeving kan

worden gecreëerd met adequate borging van publieke belangen in wet- en regelgeving. Deze hoeven niet onder de vlag van de overheid te worden uitgevoerd. Belangrijk is om op te merken dat een dergelijke concurrerende marktordening vaak niet vanzelf tot stand komt. Zorgvuldigheid en het scheppen van de juiste omstandigheden waardoor de gewenste marktordening tot stand kan komen zijn cruciaal. Is dit gelukt, dan kan optimaal invulling worden gegeven aan de allocatieve efficiëntie en kostenefficiëntie.

Dit betekent niet dat activiteiten waarvoor geen concurrerende marktomgeving kan worden gecreëerd, denk aan de eerder besproken netwerkachtige natuurlijke monopolies, niet in de private markt kunnen worden gezet. Wel zullen mededingings- en sectorspecifiektoezicht dan een zware rol moeten spelen om te komen tot een fatsoenlijke marktordening; onderzoek laat namelijk zien dat een goede marktordening van het grootste belang is.

Het faciliteren van die marktordening vraagt om een goede contracteerbaarheid van de in de markt te plaatsen activiteit. Het begrip contracteerbaarheid loopt als een rode draad door dit essay, en moet breed worden geïnterpreteerd. Het betreft de mogelijkheden om door middel van wet- en regelgeving en toezicht, een objectief aangrijpingspunt te hebben om de publieke belangen verbonden aan een bepaalde activiteit in de hand te kunnen houden. Is een dergelijk aangrijpingspunt er niet dan is private uitvoering zeer moeilijk.<sup>10</sup> Publieke belangen en contracteerbaarheid zijn dus de belangrijkste dimensies in het publiek-private speelveld.

De ongrijpbaarheid van bepaalde publieke belangen, met name de moeilijke meetbaarheid en contracteerbaarheid ervan, spelen dus een cruciale rol bij het privatiseringsvraagstuk. Ik zal dit illustreren met een tweetal casussen welke voor het

---

<sup>10</sup> Een uitzondering zou bestaan als private en publieke belangen helemaal samenvallen. Als hiervan sprake is, is er evident geen probleem. Vaak is het zo dat het mechanisme van een concurrerende markt – althans gedeeltelijk – hierin voorziet. Een simpel voorbeeld is het adequaat voorzien in brood als eerste levensbehoefte. De gewenste minimale kwaliteit (vanuit het oogpunt van de volksgezondheid) kan goed gemeten en gecontroleerd worden. Door die controles en de dreiging van sancties worden eventuele perverse private prikkels in de kiem gesmoord. Tegelijkertijd doet ook het concurrentiemechanisme zijn werk. Aanbieders zullen door de consument worden gemeden als ze in een kwaad daglicht zijn komen te staan. Er is echter ook een publiek belang dat er voldoende brood wordt geproduceerd. Ook hier doet concurrentie en privaat initiatief wonderen. Er blijken voldoende private prikkels te zijn om te voorzien in een voldoende broodproductie, mede omdat de markt voldoende competitief is. Hiervoor is dus geen nader beleid nodig.

vervolg een goed fundament geven voor de eventuele noodzaak van aandeelhouderschap van de overheid.

De eerste casus betreft het Havenbedrijf Rotterdam. Laten we ter illustratie – hierover kunnen meningen verschillen – aannemen dat het Havenbedrijf geïnterpreteerd kan worden als de eigenaar/beheerder van een ‘essential facility’; een netwerk, cq infrastructuur, met monopolide kenmerken die op faire manier toegankelijk moet zijn voor diverse gebruikers. De vraag is of dit netwerk in private handen kan worden gegeven via (totale?) privatisering. Ik maak een aantal veronderstellingen.<sup>11</sup>

Een karakterisering van dit netwerk is dat het een zeer heterogeen netwerk is dat qua vorm, indeling en faciliteiten vele gradaties kent afhankelijk van welk type klanten men wilt bedienen. De veronderstelling is dus dat de inrichting en het gebruik van het netwerk sterk wordt bepaald door het type commerciële klanten waar men zich op wil richten. Neem ook aan dat het netwerk (de haven) aanzienlijke positieve externe effecten heeft voor de Nederlandse economie. Stel echter dat deze externe effecten vastzitten aan een bepaald type klanten, zeker niet alle klanten.

De vormgeving van het netwerk – de haveninfrastructuur – waar het Havenbedrijf beslissingen over neemt zou van directe invloed kunnen zijn op de omvang van de positieve externe effecten. Vanuit het publieke belang bezien is het dus wenselijk grip te houden op de keuzes van het Havenbedrijf. Tegelijkertijd echter is het onmogelijk om dit in wet- en/of regelgeving vast te leggen omdat het Havenbedrijf opereert in een dynamische omgeving waarin men niet van te voren weet hoe de markt er uit zal gaan zien in de toekomst, en met name welke klanten zich zullen gaan aanmelden. Kortom het is onzeker waar en wanneer ergens behoefte aan is. De haven moet kunnen inspelen op de commerciële mogelijkheden zoals die ze zich voor zullen gaan doen, en die staan dus niet van te voren vast. Zie het dilemma: de overheid wil grip hebben op de keuzes van het Havenbedrijf (deze hebben een evident effect op de publieke belangen, althans in mijn

---

<sup>11</sup> Let wel, ik gebruik het Havenbedrijf als illustratie, en maak misschien wel arbitraire veronderstellingen over de karakteristieken van het netwerk. Dit zijn puur veronderstellingen die niet op juistheid hoeven te berusten; hierover kan men dus van mening verschillen. Het voorbeeld is louter bedoeld om bepaalde complexe grootheden te illustreren. Het is dus niet meer dan een abstractie.

gestileerde voorbeeld), maar wet- en regelgeving zijn ten ene malen hiervoor ongeschikt.<sup>12</sup> Dit is dus precies het contracteerbaarheidsprobleem dat mij voor ogen staat.

Een geheel ander voorbeeld zijn de sociale woningcorporaties. Voorzover de taak van corporaties is gelimiteerd tot het (laten) bouwen en beheren van woningen voor minder bedeeden, is er volgens mij geen contracteerbaarheidsprobleem. In tegendeel, een dergelijke activiteit kan volgens mij met gemak in de private markt worden georganiseerd. Met een systeem van vraagsturing via huursubsidies zie ik geen reden waarom de private markt niet in de gewenste woningen zou willen en kunnen voorzien. Een aangekleed huursubsidie of koopwoning-subsidie instrument (precies gericht op die mensen die het nodig hebben) kan er voor zorgen dat deze personen op de private markt adequate huisvesting kunnen vinden. Corporaties in huidige vorm zijn daarvoor in principe niet nodig. Deze zouden dan geprivatiseerd en mogelijk zelfs ‘afgeroomd’ kunnen worden.<sup>13</sup>

Het is potentieel geheel anders als we de taak van de corporatie zien als het coördineren en faciliteren van stedelijke vernieuwing. Bij deze taak moeten private en publieke partijen bij elkaar worden gebracht om via een gerichte en gecoördineerde aanpak het publieke doel van de leefbaarheid van stad of wijk te bewerkstelligen. Een dergelijke ‘facilitator’ kan ongetwijfeld allerlei uitvoerende taken ‘outsourcen’, maar de hoofdtak is moeilijk contracteerbaar en heeft een evident publiek belang. Hiervoor is volgens mij wel een mogelijke taak voor de overheid (cq. corporaties) weggelegd.

Deze voorbeelden laten zien dat er publieke belangen zijn die niet of moeilijk contracteerbaar zijn. Dit doet de vraag oproepen of de overheid via andere methoden dan

---

<sup>12</sup> In het geval van Schiphol is de keuze van Schiphol om een aparte terminal te bouwen voor low-cost-carriers een mogelijk vergelijkbare probleem. Gezien de mogelijk grote verschillen in externe effecten tussen de activiteiten (en passagiers) van low-cost carriers en die van de main-carriers, en ook de beperkt beschikbare ruimte op Schiphol, is er een evidente mogelijkheid dat publieke belangen en het private belang van Schiphol op dit punt kunnen botsen. De vraag is of dit, in de geest van mijn Havenbedrijf Rotterdam voorbeeld, niet contracteerbaar is. Het is mogelijk dat dit onderdeel is van het dynamisch inspelen op mogelijkheden die zich voordoen in de markt, en niet van te voren kon worden ingeschat.

<sup>13</sup> Of dit laatste de beleids optie is waaraan ik de voorkeur geef laat ik hier in het midden. Zoals aangegeven in de introductie bevat deze bijdrage geen standpuntbepaling over specifieke (individuele) dossiers.

grip houden via wet- en regelgeving publieke belangen moet veiligstellen. Biedt een aandelenbelang hiertoe houvast?

### ***3. Aandeelhouderschap***

Ik ben nu aangeland bij de kernvraag van de opdracht namelijk of het gewenst en mogelijk is om de overheid via een aandeelhoudersbelang greep te doen houden op activiteiten met een publiek belang. Het uitgangspunt dat ik kies is dat de overheid sowieso wil overgaan tot verzelfstandiging via oprichting van een kapitaalvennootschap, veelal een N.V. Zoals aangegeven in de introductie staat deze keuze niet ter discussie in dit essay. Ik gebruik het woord ‘verzelfstandiging’ om aan te geven dat een overheidsactiviteit wordt omgevormd tot een privaatrechtelijk bedrijf met 100% aandeelhouderschap van de overheid. In zoverre is het ook een eerste stap in de richting naar privatisering. Echter verzelfstandiging kan ook een doel op zichzelf zijn zonder dat privatisering wordt beoogd dan wel wenselijk wordt geacht.<sup>14</sup>

Een eerste vraag of, en zo ja hoe de overheid kan sturen met een 100% aandelenbelang. De vervolgvraag is of naast een dergelijke verzelfstandiging, die nog steeds een 100% aandeelhouderschap van de overheid impliceert, de overheid wil overgaan tot een (deel)privatisering. De vraag die dan aan de orde is, is of de overheid ook met een deel van de aandelen (51% meerderheidsbelang?) kan sturen op de borging van publieke belangen. Allereerst bespreek ik de positie van aandeelhouders in het algemeen om vandaar uit te analyseren of de overheid met een eigen aandelenbelang – al dan niet 100% – kan sturen op de borging van publieke belangen.

#### *3.1. Positie van aandeelhouders in het algemeen*

In de afgelopen jaren hebben aandeelhouders ontegenzeggelijk aan macht gewonnen. In de praktijk zien we een verschuiving van de macht richting aandeelhouders mede

---

<sup>14</sup> Dit gebruik van de term ‘verzelfstandiging’ moet worden onderscheiden van dezelfde terminologie die wordt gebruikt bij het ‘op afstand zetten’ van de uitvoering van wettelijke opgedragen taken, vaak toezichts- en regulerende taken, zoals in het geval van ZBO’s. Ook hier speelt overigens een actuele vraag over de invloed die van overheidswege op deze organisaties kan worden uitgeoefend. Het gaat echter niet over een bedrijfsmatige activiteit (waar het in dit essay nadrukkelijk wel over gaat), maar over publiekrechtelijke taken.

ingegeven door de schandalen die zich rond 2000 hebben afgespeeld. De Code Tabaksblat roept op tot een grotere activiteit van aandeelhouders, in het bijzonder institutionele beleggers. De monitoring die thans plaatsvindt door de Commissie Frijns stelt met name het functioneren van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) centraal. De AVA lijkt inderdaad aan belang te hebben gewonnen; er is sprake van een serieuzere interactie tussen ondernemingsbestuur en aandeelhouders.

Tegelijkertijd hebben er ook wetgevende aanpassingen plaatsgevonden. De positie van aandeelhouders is met wetwijzigingen in 2004 aanzienlijk versterkt. Dit betreft in het bijzonder het goedkeuringsrecht dat aandeelhouders nu toekomt voor wat betreft bestuursbesluiten die een materiële invloed hebben op de aard van de onderneming, en, in het geval van Structuurvennootschappen, de aan aandeelhouders toegekende rechten om de RvC naar huis te sturen en het vetorecht bij de (bindende) voordracht.

Belangrijker is misschien nog wel de opkomst van private equity en de activering van grootaandeelhouders in het algemeen. Private equity investors zijn er in geslaagd in het huidige speelveld veel macht naar zich toe te trekken. Het valt niet te ontkennen dat dit een zeer effectief corporate governance mechanisme is. Hoewel diepe discussies mogelijk zijn over de mogelijk ongewenste bijwerkingen hiervan (bijvoorbeeld: lokt het korte termijn gedrag uit?), zie ik het als een onomkeerbare realiteit.<sup>15</sup>

Deze verschuivingen zijn op verschillende manieren van belang voor de mogelijke rol van de overheid als aandeelhouder. Het is duidelijk dat aandeelhouders aan zeggenschap hebben gewonnen. Voor de overheid vergroot dit haar mogelijkheden om ondernemingen via een aandeelhoudersbelang te disciplineren. Tegelijkertijd echter wordt zij bij een partiële of volledige privatisering geconfronteerd met een grotere invloed van de private aandeelhouders. In dit zich wijzigende krachtenveld speelt de vraag hoe de overheid met haar aandeelhoudersbelang moet omgaan. In hoeverre zou het kunnen helpen bij het borgen van publiek belangen?

---

<sup>15</sup> Een gerelateerd vraagstuk is hoe de 'private equity revolutie' zich verhoudt tot de checks & balances die de Code Tabaksblat tracht te faciliteren. Is het machtsevenwicht dat Tabaksblat voor ogen stond niet te veel doorgeslagen richting aandeelhouder? Voor enige gedachten hierover zie Boot en Wallage (2006).

### *3.2. Overheid als 100% aandeelhouder*

Er is een belangrijk onderscheid te maken tussen enerzijds de overheid als 100% aandeelhouder en anderzijds de overheid als partieel (< 100%) aandeelhouder. In het eerste geval heeft de overheid als enig aandeelhouder volgens mij aanzienlijke speelruimte om invloed uit te oefenen op de onderneming om daarmee ook publieke belangen te dienen. Dit betekent nog geen vrijbrief voor de overheid – het principe van vennootschappelijk belang staat nog steeds overeind – maar het aantal vrijheidsgraden voor de overheid is aanzienlijk. In het laatste geval zijn er grote beperkingen op het type invloed dat de overheid kan uitoefenen. Hierop ga ik nader in in paragraaf 3.3.

Zoals gezegd is het in mijn optiek goed te verdedigen dat de overheid nagenoeg volledige grip kan houden op een verzelfstandigde activiteit mits zij 100% van de aandelen behoudt. Dit kan volgens mij ook gelden voor de aan de activiteit verbonden publieke belangen. Juristen zullen misschien geneigd zijn dit genuanceerder te zien. Toch denk ik dat mijn standpunt in de kern houdbaar is. Laat ik dit als volgt onderbouwen.

De wijzigingen in het Structuurregime die in 2004 zijn doorgevoerd hebben belangrijke zeggenschapsrechten ‘teruggegeven’ aan aandeelhouders en weggehaald bij de (tot dan toe) almachtige Raad van Commissarissen. In het geval van 100% aandeelhouderschap van de overheid geldt bovendien het verlicht regime dat de aandeelhouderrechten verder versterkt. Maar biedt dit de overheid de mogelijkheid om via haar 100% aandeelhoudersbelang in te spelen op publieke belangen? Sceptici over de mogelijke invloed van de overheid zullen zeggen dat door het feit dat de activiteit door de verzelfstandiging is gegoten in de vorm van een private vennootschap er een vennootschappelijk belang is ontstaan waaraan niet voorbij mag worden gegaan. En dit vennootschappelijk belang hoeft niet overeen te komen met de publieke belangen waarover de overheid zich zorgen maakt.

Dit klopt, maar is volgens mij een te kortzichtige redenering. Het vennootschappelijk belang valt in mijn optiek terug te voeren tot twee kernelementen: i. de missie van de organisatie, en ii. de continuïteit van de organisatie. De missie van de organisatie, met een verankering in de statuten, zal zo moeten zijn geformuleerd dat deze in wezen het doel weergeeft waar de 100% aandeelhouder, de overheid dus, met de

onderneming naar streeft. Als er licht zit tussen missie en publieke belangen dan heeft de overheid in principe de betreffende onderneming op een verkeerd fundament gezet.<sup>16</sup>

Het tweede punt, de continuïteit van de organisatie, suggereert wel een mogelijke frictie met de publieke belangen. Immers het is denkbaar dat de betreffende organisatie bepaalde acties, die goed zijn voor het bewerkstelligen van de publieke belangen, moet nalaten vanwege het waarborgen van de financiële continuïteit van de organisatie. Hierover kunnen een aantal dingen worden gezegd. Op de eerste plaats is juist bezien vanuit het borgen van publieke belangen, het verre van uitgesloten dat de continuïteit van de onderneming van groter belang is voor het borgen van publieke belangen op de langere termijn dan het onmiddellijk toegeven aan een bepaald (korte termijn) publiek belang. In zekere zin zorgt de verzelfstandiging voor een veel helderder en zakelijker afweging waardoor korte termijnoverwegingen en lange termijnoverwegingen (inclusief vennootschappelijk belang) adequaat in beschouwing kunnen worden genomen. Dit is een soort ‘sanity check’ die waarschijnlijk ook een van de redenen is om een activiteit te verzelfstandigen. Het zou ongezond zijn voor de bedrijfsvoering als de onderneming op dagelijkse basis moet meebuigen met de vaak wispelturige wensen van de overheid. Verzelfstandiging moet de mogelijkheid bieden voor een zakelijker en meer efficiëntie van borging van belangen.

In veel gevallen betekent dit ook dat bepaalde ‘oneigenlijke’ publieke belangen juist niet in de missie van het bedrijf worden opgenomen. Zo zou in het geval van het Havenbedrijf Rotterdam het mogelijk zijn om de stimulering van bepaalde volkshuisvestelijke ontwikkelingen in de wijk Feijenoord onderdeel te maken van de missie van het Havenbedrijf. Er is weinig fantasie voor nodig om in te zien dat het efficiënter en doelmatiger kan zijn om het Havenbedrijf niet te belasten met een missie die ook nog volkshuisvestelijke aspecten kent. Een meer eenduidige missie zou zich concentreren op de echte havenactiviteiten die met een dergelijke eenduidige missie scherper kunnen worden aangestuurd. De mogelijk extra rendementen die de overheid als 100% aandeelhouder in het Havenbedrijf krijgt kunnen vervolgens – als daar

---

<sup>16</sup> Waar mogelijk moeten uiteraard publieke belangen via wet- en regelgeving worden geborgd. Merk op dat ‘gewone’ publieke belangen, zoals verplichtingen uithoofde van milieu, ruimtelijke ordening etc., daarom ook via wet- en regelgeving moeten worden geborgd.

democratisch toe wordt besloten – ingezet worden voor de volkshuisvestelijke ontwikkeling van de wijk Feijenoord. In bijna alle gevallen zal dit tot een betere verwezenlijking van de totaliteit aan publieke belangen leiden.

Verzelfstandiging wordt daarmee teruggeworpen naar haar echte rationaal: efficiëntie en doelmatigheid. De overheid, als 100% aandeelhouder, heeft hiertoe het instrumentarium in handen. Zo kan zij ook over de tijd, als omstandigheden wijzigen, de missie laten aanpassen.

Inderdaad is het wel zo dat van de overheid wordt gevraagd dat zij op een verstandige manier omgaat met haar aandeelhoudersbelang. Hier ligt ongetwijfeld de grootste uitdaging. Een overheid die geen fatsoenlijke invulling kan geven aan haar aandeelhoudersbelangen vernietigt waarde, en maakt verzelfstandiging zonder privatisering van de aandelen ineffectief, en erger nog, mogelijk zeer schadelijk voor de borging van publieke belangen. In paragraaf 3.4 ga ik hier nader op in, en definieer ik bepaalde eisen waaraan voldaan moet zijn om tot een effectieve invulling van het aandeelhouderschap te komen.

### *3.3. Minderheidsprivatisering: overheid op 51%*

In verschillende adviezen is de deur opengezet voor privatisering maar is aangedrongen op behoud van de meerderheid van de aandelen in handen van de overheid. Het al genoemde advies van de Raad voor Verkeer en Waterstaat (RVVW, 2004) brengt dit in de context van Schiphol. In discussies in het parlement over de energienetten wordt ook aangedrongen op behoud van de meerderheid van de aandelen in overheidshanden. Recentelijk heeft de Commissie Validatie Energiebedrijven (CVE, 2006) aangedrongen op een deelprivatisering van diezelfde energienetten. Zij ziet mogelijkheden om hiermee bepaalde efficiëntie- en innovatievoordelen te behalen (zie ook CPB (2006)).<sup>17</sup>

De vraag is welke speelruimte de overheid heeft om publieke belangen veilig te stellen als meerderheidsaandeelhouder, maar nu met derden minderheidsaandeelhouders naast

---

<sup>17</sup> De genoemde commissie dringt aan op een zeer zorgvuldige voorbereiding hiervan; privatisering vergt goede spelregels (zie Megginson en Netter, 2001).

zich. De overheid verliest de voordelen verbonden aan het verlicht regime, maar de versterkte positie van aandeelhouders verbonden aan de genoemde wetswijzigingen in 2004 blijft uiteraard behouden. Zo moeten majeure besluiten vooraf worden voorgelegd voor goedkeuring aan aandeelhouders.<sup>18</sup> De overheid zal wel nadrukkelijk rekening moeten houden met de minderheidsaandeelhouders. In de praktijk zal dit betekenen dat er minder ruimte is voor de borging van publieke belangen. Het financieel gedreven aandeelhoudersdenken zal nog meer centraal komen te staan.

Wat niet is veranderd is dat de overheid voordat van deelprivatisering sprake is, de missie van de onderneming kan bijsturen en verankeren in de statuten. Het meerderheidsbelang van de overheid biedt een garantie tegen tussentijdse (ongewenste) statuten wijzigingen. Tegelijkertijd wordt het ook voor de overheid moeilijk om de statuten later aangepast te krijgen. De andere aandeelhouders kunnen dit mogelijk blokkeren. De effectiviteit van de overheid is dus afhankelijk van haar acties vóórdat er sprake is van privatisering. Dus ook op dit punt is voorbereiding cruciaal.<sup>19</sup>

De mogelijkheden voor de overheid gaan echter verder. De Raad voor Verkeer en Waterstaat in zijn Schiphol advies (RVVW, 2004) zag in het continueren van het meerderheidsbelang in handen van de overheid een mogelijkheid voor deze zelfde overheid om een blokkade op te kunnen werpen in extreme situaties. De RVVW stond hierbij met name voor ogen een situatie waarbij de mainportfunctie van Schiphol (door RVVW aangegeven als een moeilijk te borgen publiek belang) in gevaar zou komen door een ongewenste overname. Op dat moment zou het meerderheidsbelang van de overheid weldegelijk een rol kunnen spelen. Naast deze extreme situaties zou er ook invloed kunnen zijn op majeure beslissingen in het algemeen via het goedkeuringsrecht. Branchvreemde investeringen zouden hiermee mogelijk kunnen worden tegengehouden. Grote zorgvuldigheid is uiteraard nodig. Het meerderheidsaandeelhouderschap van de overheid kan in beginsel niet worden gebruikt om doelstellingen na te streven die vreemd zijn aan

---

<sup>18</sup> Daarnaast is er ook binnen het niet-verlichte Structuurregime invloed op de samenstelling van de Raad van Commissarissen (heenzendrecht en vetorecht op bindende voordracht).

<sup>19</sup> De missie-onderschrijving leent zich niet voor een al te grote detaillering. In algemene bewoordingen kan daarin worden aangegeven waar de onderneming voor staat.

de onderneming. Haar handelen moet afgestemd worden met het vennootschappelijk belang, en mag de minderheidsaandeelhouders niet schaden.<sup>20</sup>

De afweging of er moeilijk of onvoldoende via wet- en regelgeving te borgen publieke belangen zijn, zal sterk afhangen van het type activiteit waar we het over hebben. Dit vergt inschattingen, vaak ook politieke inschattingen, over wat als publiek belang moet worden gezien. In het geval van de energienetten lijken er bijvoorbeeld geen of nagenoeg geen publieke belangen te zijn die door privatisering in het geding hoeven te komen. In wezen zijn alle essentiële publieke belangen betreffende die netten (leveringszekerheid, toegankelijkheid, etc.) adequaat te borgen met wet- en regelgeving. Dit betekent dat de afweging of een blijvend aandeelhouderschap van de overheid wenselijk is sterk is ingegeven door de bijzonderheden van de activiteit onder consideratie. Tegelijkertijd laat het energie-dossier zien dat de politiek toch zorgen kan houden over politieke belangen, zelfs over de genoemde energienetten.

Al met al ben ik van mening dat een meerderheidsbelang weldegelijk ruimte biedt aan het borgen van bepaalde publieke belangen. De minderheidsaandeelhouder stelt hier wel een bepaalde grens aan. Dit valt ook positief te zien, namelijk als een welkome vorm van discipline op de uitoefening van de aandeelhoudersrechten door de overheid. In dit laatste ligt dan mogelijk ook de afweging waarom de overheid in meer complexe situaties (namelijk in die gevallen waar ze denkt een aandelenbelang te moeten behouden) toch overgaat tot gedeeltelijke privatisering. Er moet dan wel een bepaald voordeel zijn dat zonder privatisering niet voor handen is.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> Een andere invalshoek is of de markt openstaat voor een minderheidsprivatisering, en of het op de beurs genoteerd staan met een minderheid van de aandelen op lange termijn houdbaar is. In het algemeen is deze vraag bevestigend te beantwoorden. Gewaakt moet wel worden voor een geringere liquiditeit bij een minderheids-‘free float’. Dit lijkt bevestigd te worden als men kijkt naar verschillende gedeeltelijk geprivatiseerde luchthavens in Europa. De liquiditeit is vaak beperkt, maar de beursgang zelf was meestal een groot succes (vergelijk Frankfurt- Fraport). Alleen in het geval van het in het geheel geprivatiseerde BAA is sprake van een grote liquiditeit.

<sup>21</sup> Naast de mogelijke efficiëntievoordelen (die overigens niet moeten worden overschat) en mogelijke voordelen verbonden aan een betere toegankelijkheid tot extern vermogen kunnen er ook meer strategische redenen zijn voor privatisering. Bijvoorbeeld, buitenlandse overheden kunnen negatief staan tegenover ondernemingen die volledig in overheidshanden zijn. Het blijvende kapitaalbelang van de overheid bij een

Naast behoud van de meerderheid van de aandelen zijn er mogelijk andere oplossingen om bepaalde publieke belangen af te dekken. In het geval van Schiphol zou bijvoorbeeld de angst voor extreme situaties ingegeven kunnen zijn door de zorg dat een bepaalde door een overheid aangestuurde buitenlandse onderneming op politieke gronden probeert Schiphol weg te vagen (ten gunste van een nabije buitenlandse luchthaven). Als dit zo is dan zou ook geregeld kunnen worden dat Schiphol alleen door private ondernemingen die niet onder buitenlandse overheidsinvloed staan mag worden overgenomen.<sup>22</sup> Een alternatief kan zijn het zoeken naar bevriende aandeelhouders. In de discussie over Schiphol wordt mede voor deze reden een deel van de aandelen onderhands geplaatst. Het is echter verre van duidelijk wat de effectiviteit hiervan is. Bovendien zal er sprake zijn van een aanmerkelijk lagere opbrengst als deze uitverkoren aandeelhouders noch zeggenschap noch liquiditeit krijgen.

Een ander alternatief is om potentiële gebruikers (klanten) mee te laten financieren. Dit is in het geval van PPS transacties niet ongebruikelijk. Een probleem is wel dat dit ingewikkeld ligt voor wat betreft activiteiten die de belangen van een bepaalde groep gebruikers verre overstijgen. Een PPS is vaak zinvol voor gebruikersspecifieke delen van de infrastructuur maar meestal niet voor de generieke basisinfrastructuur (zie het advies Nationale Havenraad, 2001). Het is dan ook twijfelachtig of het optimaal is om toekomstige gebruikers/investeerdere in de Amsterdamse Zuid-as aandeelhouder te maken van bijvoorbeeld Schiphol. In het geval van de effectenbeursen hebben we juist het tegenovergestelde gedaan: de gebruikers zijn daar niet langer de eigenaren. Gebruikers in de rol van aandeelhouder hadden namelijk de neiging om het betreffende actief louter voor eigen gewin te exploiteren waardoor ook toetreding werd bemoeilijkt.

Een alternatieve vorm van borging zou de vorm kunnen aannemen van juridische beschermingsconstructies. De haalbaarheid hiervan komt aan bod in paragraaf 3.5.

---

gedeeltelijke privatisering brengt het risico met zich mee dat de onderneming vroeg of laat gezien wordt als verlengstuk van de overheid (zie bijvoorbeeld KPN en Belgacom). Elk overheidsbelang, hoe klein ook, kan de onderneming voor de voeten worden geworpen (al dan niet als gelegenheidsargument).

<sup>22</sup> De juridische en Europees-rechtelijke haalbaarheid hiervan kan complex zijn.

### *3.4. Effectuering van het aandeelhouderschap van de overheid*

De kernvraag is hoe de overheid omgaat met haar aandelen belang. Hoe legitiem de publieke belangen ook mogen zijn die geleid hebben tot de keuze van aandelenbelang bij de overheid, de invulling en operationalisering van het aandeelhouderschap zijn cruciaal. De angst voor overheidsfalen is verre van denkbeeldig. Een aandelenbelang nodigt uit tot een betrokkenheid die gedreven kan zijn door de waan van de dag. Hoe wordt voorkomen dat de overheid in de uitoefening van haar aandelenbelang meebuigt met de politieke en publicitaire winden van de dag? Als hiervoor geen goede oplossing voor handen is, moet de afweging worden gemaakt of het aanhouden van een aandelenbelang wel zin heeft. Is het overheidsfalen dan niet erger dan het marktfalen dat het tracht op te lossen? Een variant dus op de uitdrukking, het middel is erger dan de kwaal.

Ook speelt in die complexe omstandigheid de afweging of de schijnbaar ongrijpbaarheid van de publieke belangen die de hele constructie met aandelenbelangen bij de overheid in gang heeft gezet, niet helemaal voorkomen had moeten worden door de betreffende activiteit nog veel nauwer binnen de overheidssfeer te organiseren. De zin van verzelfstandiging via een kapitaalvennootschap zou dan ter discussie kunnen staan; misschien is het dan wel optimaal om een organisatievorm te kiezen waar de kapitaalsinbreng en daaraan verbonden winstuitkering minder centraal staat.<sup>23</sup>

De effectuering van het aandeelhouderschap van de overheid moet volgens mij langs twee pijlers lopen. Op de eerste plaats is het definiëren en afbakenen van de (ongrijpbare) publieke belangen die aanleiding zijn voor de wens om een aandelenbelang bij de overheid te houden van groot belang. Hoe groter de specificering op dit punt kan zijn, hoe helderder de overheid met het aandelenbelang kan omgaan. In principe geldt hier dat de overheid zich moet gedragen als zakelijk financiële aandeelhouder, en alleen in

---

<sup>23</sup> Waar ik op duidt is dat in het geval van moeilijk beheersbare publieke belangen met bovendien een moeilijk te definiëren sturing van de overheid uithoofde van een aandelenbelang, een structuur optimaal kan zijn waar de activiteit binnen de overheidsbegroting valt. Voorzover uit efficiëntie-overwegingen toch gekozen wordt voor verzelfstandiging kan een vorm optimaal zijn waar geen sprake is van winstuitkeringen. Dit laatste duidt overigens op een interessant vraagstuk: compliceert de mogelijkheid van winstuitkeringen de borging van publieke belangen? Gebrek aan contracteerbaarheid zou hier wederom aan ten grondslag moeten liggen. Ik heb hier niet direct een antwoord op. Een kapitaalvennootschap met 100% overheidsaandeelhouder zou in principe niet tot perverse prikkels moeten leiden. Ik kan hier niet zeker over zijn omdat niet uit te sluiten valt dat bepaalde publieke aandeelhouders door financiële krapte zullen trachten te 'cashen' en hiermee publieke belangen beschadigen.

omstandigheden waar het problematische publieke belang speelt daaraan verbonden inhoudelijke zorgen kan laten meewegen in de uitoefening van haar aandeelhoudersrechten. Dit uiteraard binnen de randvoorwaarden van het vennootschappelijk belang. Zorgvuldigheid is gewenst omdat anders de betreffende onderneming de speelbal wordt van de politiek. Een duidelijke definiëring van het te borgen politieke belang helpt voorkomen dat oneigenlijke afwegingen het gedrag van de overheid gaan bepalen.<sup>24</sup>

De tweede pijler is dat de overheid een duidelijke procedure, en ook organisatorische inbedding, zal moeten creëren voor de uitoefening van haar aandeelhouderrechten. Hier bestaan allerlei complicaties. Zo is in veel gevallen het aandelenbelangen van de overheid versnipperd over centrale en lokale overheden (zie bijvoorbeeld, Schiphol, de energiebedrijven, Havenbedrijf Rotterdam, etc.). Een dergelijk versnipperd publiek aandelenbezit staat op gespannen voet met een gedisciplineerde uitoefening van aandeelhoudersrechten. Aandeelhoudersovereenkomsten of innovatieve oplossingen, bijvoorbeeld het creëren van een fonds waarin sector-gebonden aandelenbelangen samenkomen<sup>25</sup>, zijn noodzakelijk. Zonder deze versnippering te organiseren kan geen sprake zijn van een goede uitoefening van aandeelhouderrechten.

Naast het oplossen van de versnippering van het publieke aandelenbezit moet ook de continuïteit van het aandeelhouderschap over de tijd worden geregeld. Als werkelijk wordt gekozen voor een deelprivatisering met bewuste continuëring van een meerderheid van de aandelen in handen van de overheid, moet er een procedure bestaan die voorkomt dat de overheid voor puur opportunistische redenen, bijvoorbeeld een budgettaire krapte, morgen de meerderheid verkoopt zonder dat daar een werkelijke beleidsafweging aan ten grondslag ligt. Daarnaast betekent vasthouden aan de meerderheid ook dat financiële

---

<sup>24</sup> Men zal moeten accepteren dat de specificering niet perfect is, bovendien is het mogelijk dat over de tijd er minder zorgen ontstaan over de borging van een bepaald publiek belang. Dit maakt volledige privatisering mogelijk in tweede instantie. Het omgekeerde is lastiger. Het kan zo zijn dat onverwacht aan een bepaalde activiteit grote publieke belangen worden toegekend, terwijl in eerdere instantie hier geen sprake van was, noch een verwachting bestond van mogelijk te ontstane publieke belangen. Het terugdraaien van een privatisering is lastig.

<sup>25</sup> Een voordeel van een dergelijk fonds is dat dit ook kan regelen hoe lokale aandeelhouders hun aandelen aan elkaar kunnen verkopen, en er dus zelf tussenuit kunnen stappen zonder dat daarmee het aandelenbelang van de overheid afneemt.

middelen moeten worden verschaft bij een emissie. Gebeurt dat niet dan is automatisch de meerderheid verdwenen. Deze opmerkingen betekenen niet dat beleidsafwegingen die nu gemaakt worden in de toekomst niet kunnen wijzigen. Dit kan uiteraard wel, en moet ook kunnen, omdat zorgen om publieke belangen in de toekomst anders kunnen komen te liggen.

De vraag blijft echter hoe de overheid met haar aandelenbelangen omgaat, en of zij het mogelijk belang van het behouden van de meerderheid voldoende blijft onderkennen. In dit verband is afstemming tussen ministeries van groot belang. Het mogelijke “opbrengst-sec-denken” van het Ministerie van Financiën kan op gespannen voet staan met een bredere en meer permanente invulling van het aandeelhouderschap. Tegelijkertijd is de zakelijkheid van een Ministerie van Financiën misschien hard nodig omdat de vakministeries teveel geneigd kunnen zijn zich met het beleid van de betreffende ondernemingen te bemoeien.

### *3.5. Beschermingsconstructies als alternatief?*

In het algemeen geldt dat het niet onmogelijk is om (extra) bescherming in het bouwen in de statuten of met de creatie van aandelen met bijzondere rechten. Onderkend moet echter worden dat in toenemende mate het proportionaliteitsbeginsel – de evenredigheid tussen financiële en stemrechtinbreng – aan belang gaat winnen. Gouden-aandeel (en prioriteitsaandeel) constructies staan dan ook ter discussie. Ook speelt dat vanuit de EU hiertegen grotere belemmeringen worden opgeworpen, met name als het overheden betreft (staatssteundiscussie, waarborgen van vrij verkeer van kapitaal).

Toch zijn er (nog) wel wat mogelijkheden. Stemrechtbeperkingen in statuten, golden shares (en prioriteits aandelen) mogen ter discussie staan, maar in bepaalde vorm zijn ze (nog) toelaatbaar. De golden share constructie bij KPN (goedkeuring van bepaalde besluiten) wordt wel juridisch aangevochten maar bestaat nog.

Toch moeten deze mogelijkheden niet worden overschat. De Europese 13<sup>e</sup> richtlijn introduceert een biedplicht voor een partij die een bepaald minimum belang opbouwt in een onderneming. Tegelijkertijd vervallen dan voor deze partij (mogelijk) aanwezige

restricties op overdracht van aandelen. Daarbij speelt een technische discussie omdat beperkingen op overdracht die zijn opgenomen in de statuten van het administratiekantoor dat certificaten uitgeeft in principe niet worden geraakt. Dit laatste betekent dat de Europese richtlijn (vooralsnog) geen invloed heeft op de effectiviteit van certificering, mits geregeld via de statuten van het administratiekantoor. De voorgenomen Nederlandse invulling probeert dit laatste overigens wel aan te pakken.

Een andere bepaling die door de EU-richtlijn wordt gesteld zijn restricties op stemrecht betreffende besluitvorming over beschermingsrestricties. Ook deze worden buiten werking gesteld zodra van een biedplicht sprake is. Dit heeft algemene strekking (dus niet alleen voor de bieder). Ook hier geldt dat restricties in de statuten van het administratiekantoor (bij certificering) ongemoeid zouden kunnen blijven, althans volgens de Europese richtlijn.

Deze procedure wordt wel genoemd de “doorbraakregeling”. Zodra de bieder 75% van het kapitaal in handen heeft, dan verkrijgt hij vergaande bevoegdheden om statuten te wijzigen en/of het bestuur te ontslaan, cq. te benoemen. Voor de overheid betekent dit dat zolang zij een belang van tenminste 25% aanhoudt, zij een “doorbraak” kan voorkomen.

De veilige weg lijkt mij echter om niet te vertrouwen op oplossingen die trachten bescherming te regelen zonder dat een proportioneel financieel belang wordt aangehouden.

#### ***4. Conclusies***

De analyse in dit essay leidt tot een aantal conclusies. Ik concludeer dat het onder omstandigheden denkbaar is dat de overheid vast houdt aan een aandelenbelang. Er zijn namelijk omstandigheden denkbaar waarin als essentieel beschouwde publieke belangen door beperkte contracteerbaarheid niet adequaat in wet-en regelgeving zijn te borgen. De discussies omtrent Schiphol zijn hier mogelijk een voorbeeld van, hoewel hier verschillend over wordt gedacht. In dat specifieke geval speelt dat een meerderheidsaandelenbelang bij de overheid kan zorgen voor een mogelijkheid om in te grijpen in bepaalde extreme situaties.

De vraag of een aandeelhoudersrol van de overheid voor de borging van een legitiem publiek belang ook daadwerkelijk wenselijke is hangt af van de afweging tussen overheidsfalen en marktfalen. Het bij de overheid houden van een aandelenbelang is namelijk niet zonder risico. Zal de overheid hiermee op een zakelijke en dus effectieve manier omgaan? Ik heb aangegeven dat het cruciaal is om tot goede procedures te komen die ervoor zorgen dat de overheid als aandeelhouder effectief en betrouwbaar is. Zonder dergelijke procedures is het zeer de vraag of een aandeelhoudersrol bij de overheid wenselijk is. En als dat niet zo is, dan is een overheidsaandelenbelang niet wenselijk, en voorzover het er toch is, is er veel te zeggen voor een puur financieel perspectief op het aandeelhouderschap.

Dit laatste heeft toch al een bijzondere charme en logica. Een eendimensionale doelstelling als aandeelhouder, zonder vermenging, cq. verwatering, door het gelijktijdig nastreven van publieke belangen is nu eenmaal veel duidelijker. Dit betekent in ieder geval dat in het geval wordt gekozen voor een aandeelhouderschap bij de overheid precies moet worden afgebakend in welke (incidentele) gevallen het aandeelhouderschap kan worden ‘gebruikt’ voor het borgen van een publiek belang. Deze afbakening is cruciaal en is onderdeel van de operationalisering en procedures van het overheidsaandeelhouderschap. Er past dus grote terughoudendheid bij het behouden van aandeelhouderschap bij de overheid.

In deze bijdrage heb ik laten zien dat aandeelhouderschap – binnen bepaalde (vennootschappelijke) grenzen – kan bijdragen aan het borgen van publieke belangen als deze niet voldoende via wet- en regelgeving zijn te borgen. Dit geldt met name in het geval van een 100% aandelenbelang bij de overheid, en in beperktere mate in het geval van een kleiner belang. Mijn conclusie is dat er weldegelijk een mogelijkheid is om publieke belangen via aandeelhouderschap te beschermen.<sup>26</sup> Of het wenselijk is, hangt af van de besproken afwegingen tussen overheidsfalen en marktfalen. Wel is het zo dat de mogelijkheden van de overheid om op een andere manier moeilijk te borgen publiek belangen veilig te stellen zijn afgenomen. Juridische beschermingsconstructies staan namelijk zwaar onder druk.

In dit essay ben ik niet ingegaan op de wijze waarop de juridische ondernemingsvorm voor overheidsactiviteiten moeten worden bepaald. De kapitaalvennootschap is slechts één van de vele mogelijkheden. ZBO's en verenigingen en stichtingen zoals bij woningcorporaties zijn voorbeelden van andere verschijningsvormen.<sup>27</sup> De her en der gevoerde felle debatten over de wenselijkheid van de invoering van een *maatschappelijke vennootschap* als nieuwe juridische ondernemingsvorm laten zien dat dit vraagstuk van de optimale juridische vormgeving van overheidsactiviteiten volop in de belangstelling staat en nog lang niet is uitgekristalliseerd. Ik hoop dat deze bijdrage die zich richt op het 'engere' probleem van de wenselijkheid van overheidsaandeelhouderschap haar steentje hieraan bijdraagt.

---

<sup>26</sup> Aangeven is dat er ook enige (beperkte) complementaire aangrijpingspunten zijn via de specificering van de missie in de statuten van de onderneming.

<sup>27</sup> Zoals verwoord in Box 1, kunnen *tijdelijke* constructies via concessies en uitbesteding voordelen hebben.

## ***Referenties***

Boot, A.W.A., en A. Schmeits, 2004, Imperfecties in de vermogensmarkt en overheidsbeleid, in: *Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2004*, p. 95-130.

Boot, A.W.A., en P. Wallage, 2006, Formele versus materiele naleving van de Code Tabaksblat, *Maandschrift voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, mei, p. 206-215.

Coase, R., 1960, The problem of social cost, *The Journal of Law and Economics*.

Commissie Corporate Governance (Commissie Peters), 1997, *Corporate governance in Nederland: De veertig aanbevelingen*.

Commissie Corporate Governance (Commissie Tabaksblat), 2003, *De Nederlandse corporate governance code: Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, 9 december 2003 (Code Tabaksblat).

CPB, 2006, Kwantitatieve verkenning welvaartseffecten splitsing energiebedrijven, maart.

CVE (Commissie Kist), 2006, Bevindingen van de Commissie Validatie Energiebedrijven, maart.

Jensen, M.C., Value maximation, stakeholder theory, and the corporate objective function, 2001, *Journal of Applied Corporate Finance*.

Meggison, W.L., and J.M. Netter, 2001, From state to market: A survey of empirical studies on privatization, *Journal of Economic Literature*.

Nationale Havenraad, 2001, Rapport inzake publiek-private samenwerking.

Ploeg, F. van der, en C. Teulings, 1992, Ontbrekende markten en de rol van de overheid:  
De afweging tussen rechtvaardigheid en doelmatigheid, in: *Preadvies van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 1992*, p. 141-178.

RVVW, 2004, *Behoud de meerderheid*, rapport van de Raad voor Verkeer en Waterstaat.

Smith, A., 1776, *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*,  
herdruk, 1991, Prometheus Books, Buffalo, New York.