

De beursvennootschap: verloren of herboren?

P.W. Moerland*

Welke toekomst staat de beursvennootschap te wachten? De gezaghebbende Harvard-econoom Michael Jensen voorspelde enkele jaren geleden de ondergang van deze juridisch-institutionele ondernemingsvorm in belangrijke sectoren van de Amerikaanse economie. Hoe staat het met het realiteitsgehalte van deze voorspelling? Hoe verhouden de vennootschappelijke structuren van andere belangrijke economieën, zoals Europa en Japan, zich tot de Amerikaanse? Is de beursvennootschap ten dode opgeschreven of is zij juist bezig aan een heropleving?

In de *Harvard Business Review* van september-oktober 1989 verscheen een nogal provocerend artikel van de gezaghebbende econoom Michael Jensen, waarin werd geponeerd dat de rol van de openbare vennootschapsvorm, de beursvennootschap, in de Verenigde Staten zo langzamerhand zou zijn uitgespeeld¹. Deze spraakmakende publikatie ving aan met de volgende volzin. "The publicly held corporation, the main engine of economic progress in the United States for a century, has outlived its usefulness in many sectors of the economy and is being eclipsed" (blz. 61). Daarvoor in de plaats verrijzen andere juridisch-institutionele organisatievormen, namelijk vennootschappen zonder beursnotering, waarvan de aandelen in handen zijn gekomen van een kleine kring betrokkenen, en die overigens hoofdzakelijk worden gefinancierd door middel van schuldvermogen. Als toonaangevende nieuwe vorm voorziet Jensen de zogenaamde 'leveraged buyout association'.

De ondergang van de open beursgenoteerde vennootschap met wijdverspreid aandelenbezit is volgens Jensen ten principale terug te voeren op het hardnekkige belangenconflict tussen ondernemingsbestuurders aan de ene kant en aandeelhouders aan de andere kant over de aanwending en verdeling van middelen. Dat conflict is uiteraard geen nieuw gegeven, Adam Smith zag het in 1776 al voor zich², maar het is pas gedurende het afgelopen decennium tot een hevige uitbarsting gekomen, getuige de vele, vaak vijandige overnames en management buy-outs die in de Verenigde Staten hebben plaatsgevonden. Veel van deze herschikkingen zijn volgens Jensen ingegeven door de economische noodzaak om falende en te zeer op hun eigenbelang beluste ondernemingsbestuurders te disciplineren, ten einde de weg vrij te maken voor een beter beheer over de door vermogensverschaffers aan de onderneming ter beschikking gestelde middelen. Vooral in bedrijfstakken met verzadigingsverschijnselen komt het belangenconflict geprononceerd naar voren. Ondernemingen heb-

ben gedurende de rijpheidsfase veelal omvangrijke liquiditeitsreserves opgebouwd, terwijl de investeringsbehoefte geleidelijk aan begint terug te lopen. Hierdoor hopen zich overtollige middelen – 'free cash flows' – op, die in beginsel voor uitkering aan de aandeelhouders in aanmerking komen. Echter, aldus Jensen, veel managers laten dat na en behouden liever de beschikkingsmacht over deze middelen hetgeen hen strategische ruimte verschaft voor nieuwe initiatieven, ook al zijn deze niet in het belang van de aandeelhouders. Zo is tijdens de diversificatiegolf van de jaren zestig en zeventig veelvuldig geïnvesteerd in branchevreemde activiteiten, die achteraf bezien weinig succesvol zijn gebleken. Porter stelt in zijn studie betreffende enkele tientallen Amerikaanse toponderningen naar de effecten van hun diversificatiestrategie: "the corporate strategies of most companies have dissipated instead of created shareholder value"³.

Bij een wijdverspreid aandelenbezit onder zeer veel kleine aandeelhouders is een effectieve, rechtstreekse beteugeling van dit belangenconflict vrijwel ondoenlijk. Disciplineren via een toezichhoudend orgaan is met name effectief ingeval een onderneming duidelijk minder goed presteert dan vergelijkbare

* De auteur is hoogleraar ondernemingsfinanciering aan de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Katholieke Universiteit Brabant, Tilburg.

1. M.C. Jensen, Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, 1989, blz. 61-74.

2. A. Smith, *The wealth of nations*, Glasgow, 1776 (editie 1976), stelt op blz. 741: "The directors of such companies, however, being the managers rather of other peoples money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own ... negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company".

3. M.E. Porter, From competitive advantage to corporate strategy, *Harvard Business Review*, 1987, blz. 48.

concurrenten, maar niet als de gehele bedrijfstak in moeilijkheden komt⁴. Deze situatie was in de jaren tachtig actueel voor bedrijfstakken als olie, voedings- en genotmiddelen, luchtvaart, enzovoort. In deze en vergelijkbare bedrijfstakken heeft zich, aldus Jensen, een exodus voltrokken van open beursgenoteerde vennootschappen, via vijandige overnames en andere, veelal geforceerde, herschikkingen in de eigendoms- en beheersstructuren. De overnamemarkt ('market for corporate control') heeft in die tijd volop gefunctioneerd als disciplineringsmechanisme, waardoor vele directiewisselingen, reallocaties van middelen en vernieuwde organisatievormen tot stand zijn gebracht. De roerige jaren tachtig hebben aldus een radicale herstructurering van het bedrijfsleven laten zien, die de ondergang van de beursvennootschap inluiden, althans in bedrijfstakken die in hun verzadigingsfase terechtkwamen, zo stelt Jensen.

Als alternatieve organisatievormen komen vennootschappen op zonder publieke notering en verhandeling van aandelen, maar met een gering aantal actieve grootaandeelhouders, die rechtstreeks controle uitoefenen over het ondernemingsbeleid en de aanwending van middelen. Dit kunnen managers zijn, die zelf participeren in het aandelenvermogen, of buitenstaanders die nauw betrokken wensen te blijven bij het reilen en zeilen van de vennootschap, zoals investeringsbanken of andere ondernemingen.

Bij deze nieuwe vormen speelt financiering met schuldvermogen een substantiële rol, aangezien hiervan een disciplinerende werking mag worden verwacht. Jensen stelt: "Debt is in effect a substitute for dividends – a mechanism to force managers to disgorge cash rather than spend it on empire-building projects with low or negative returns, bloated staffs, indulgent perquisites, and organizational inefficiencies. By issuing debt in exchange for stock, companies bond their managers' promise to pay out future cash flows in a way that simple dividend increases do not" (blz. 67).

Jensens provocatie is uiteraard niet onweersproken gebleven. In de *Harvard Business Review* is op verscheidenerlei wijze gereageerd, variërend van instemming met de strekking van het betoog tot resolute afwijzing van de gedachtengang⁵. Naar aanleiding van wat door Jensen naar voren is gebracht, kan een aantal vragen worden gesteld, zoals:

- is zijn betoog eveneens van toepassing op andere belangrijke economische gebieden, zoals Europa en Japan;
- valt zijn stelling, gelet op zich na 1989 voltrokken ontwikkelingen, te weerleggen; en
- heeft de beursvennootschap nu wel of geen toekomst?

Op deze vragen zal nu achtereenvolgens nader worden ingegaan.

Vennootschappelijke structuren

De vennootschappelijke structuren in Europa en Japan zijn niet zonder meer vergelijkbaar met die in de Verenigde Staten. Zij verschillen in omvang, historische achtergrond, eigendomsstructuren, disciplineringskenmerken, en zo meer. Enerzijds loopt er

een markeringslijn tussen het Verenigd Koninkrijk en het continent van Europa, anderzijds dient het continent nader te worden uitgesplitst. Ruwweg zou men vier categorieën van vennootschappelijke structuren kunnen onderscheiden: Angelsaksische, Germaanse, Latijnse en Japanse structuren.

Angelsaksische landen

Hier toe kunnen onder meer de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk worden gerekend. In deze landen zijn de financiële markten van oudsher verregaand ontwikkeld. De open vennootschapsvorm heeft er een grote vlucht genomen⁶. Deze juridisch-institutionele ondernemingsvorm heeft de snelle economische ontwikkeling sinds het einde van de vorige eeuw mede mogelijk gemaakt. De voordelen van professioneel management en van risicospreiding over vele externe aandeelhouders konden immers worden gecombineerd ten behoeve van een ongekeerde expansie van tal van bedrijven. In de Angelsaksische landen is het aandelenbezit betrekkelijk wijdverspreid. Met name de stringente regelgeving in de VS na de beurscrisis van 1933 heeft vrijdeld dat banken zich hebben kunnen ontwikkelen tot belangrijke aandeelhouders van niet-financiële ondernemingen. Hier ligt een wezenlijk institutioneel verschil met landen als Duitsland en Japan. Wijdverspreid aandelenbezit impliceert veelal een moeilijk beheersbaar belangenconflict tussen ondernemingsbestuurders en aandeelhouders, hetgeen – zoals hiervoor reeds werd gesteld – tot een uitbarsting kan komen via ingrijpende transacties op de overnamemarkt.

Germaanse landen

Deze categorie omvat landen als Duitsland, Oostenrijk, Zwitserland en Nederland. Hier zijn aanzienlijk minder beursgenoteerde vennootschappen dan in de Angelsaksische landen⁷. Ook heersen er verschillen in het concept van de onderneming. In de Angelsaksische landen wordt de 'corporate enterprise', althans in beginsel, opgevat als een verlengstuk van de aandeelhouders. Daar staat tegenover een meer institutionele opvatting van de vennootschap in de Germaanse landen. In dit beeld wordt de vennootschap veeleer gezien als een zelfstandige, op continuïteit gerichte entiteit met een eigen vennootschappelijk belang, als overkoepeling en integratie van de

4. Vergelijk R. Morck, A. Shleifer en R.W. Vishny, Alternatieve mechanismen voor corporate control, *American Economic Review*, 1989, blz. 842-852.

5. Vergelijk de *Harvard Business Review* van november-december 1989, blz. 182-193, alsook: A. Rappaport, The staying power of the public corporation, *Harvard Business Review*, 1990, blz. 96-104.

6. In de VS beschikt 99% van de top-400 ondernemingen over beursnotering. In het VK is 67 procent van de top-100 ondernemingen genoteerd, het hoogste percentage van alle landen binnen de EG. Van de totale beurskapitalisatie binnen de EG (ecu 1.752 miljard) komt ecu 733 miljard (ruwweg 42%) toe aan het VK. Bronnen: Booz-Allen Acquisition Services, *Report to the Commission of the European Communities*, Brussel, 1989, en: Fédération Internationale des Bourses de Valeurs, *Statistiques 1991*, Parijs.

7. In Amsterdam: 497 beursgenoteerde ondernemingen, waarvan 263 binnenlandse, en aan de gezamenlijke Duitse beurzen 667 ondernemingen, waarvan 428 binnenlandse. Bron: *Statistiques Boursières Européennes*, Brussel, 1991.

diverse deelbelangen van de participanten, zoals de directie, het personeel, de vermogensverschaffers, de leveranciers, de afnemers, enzovoort⁸.

In de Germaanse landen spelen de banken van oudsher een essentiële rol in de financiering van de expansie van ondernemingen. Met name in Duitsland is de opkomst van de grote industriebanken ('Universalbanken') van groot belang geweest voor de ontwikkeling van de industrie. Ook thans spelen de grote banken als Deutsche Bank, Commerzbank, en Dresdner Bank nog steeds een prominente rol in de financiering en besturing van grote Duitse ondernemingen, niet alleen als verschaffers van vreemd vermogen maar vooral ook als participanten in het aandelenvermogen. De banken beschikken over substantiële pakketten aandelen met stemrecht. Daarnaast beschikken ze veelal over talrijke volmachten om het stemrecht uit te oefenen namens aandeelhouders die hun stukken bij hen hebben geëponeerd ('Depotstimmrecht'). Voorts zijn de banken in het algemeen vertegenwoordigd in de toezichthoudende organen van de ondernemingen, waarmee zij een financiële relatie onderhouden. Er is dus sprake van een langdurige en intensieve relatie tussen bank en onderneming, die mede kan uitwerken als een structurele barrière in de overnamemarkt. Daarnaast zijn er in de Germaanse landen relatief veel technische overnamebarrières, zoals beschermingsconstructies, en dergelijke.

Latijnse landen

In de Latijnse landen van Europa, zoals Italië, Spanje, Frankrijk en België wordt de eigendomsstructuur van vennootschappen vooral bepaald door de volgende drie kenmerken: familiebezit, financiële holdings en kruiselings participaties, en staatseigendom. In Italië beschikken belangrijke families (zoals Agnelli) en multinationale industriële groepen over de zeggenschap over vrijwel alle genoteerde vennootschappen. In Spanje spelen kruisparticipaties en bankparticipaties een belangrijke rol. Voorts moet rekening worden gehouden met beïnvloeding door de staat in de vennootschappelijke structuur. Frankrijk kent rivaliserende financiële houdstermaatschappijen (groepsvorming met kruisparticipaties en 'interlocking directorships'), bankparticipaties ('banques d'affaires') en staatseigendom. In 1981 is de gehele Franse banksector genationaliseerd, waardoor de staat een belangrijke aandeelhouder werd in veel grote ondernemingen. Sinds het eind van de jaren tachtig vindt een gedeeltelijke privatisering plaats, waardoor financiële holding-structuren en bankparticipaties (Banque de Suez en Banque Paribas) thans overwegen. In Frankrijk komen vijandige overnames in beperkte aantallen voor. In België overheersen houdstermaatschappijen en familiebezit. De Generale Maatschappij controleert een groot aantal van de Belgische topondernemingen, en daarmee belangrijke delen van de industriële sector.

Japan

Het Japanse bedrijfsleven wordt gekenmerkt door omvangrijke industriële groepen, de 'keiretsu's'. Dergelijke groepen omvatten veelal honderden ondernemingen, die via kruiselings participaties met elkaar zijn verbonden. Per groep fungeert een enkele bank als primaire financiële bron, met name als ver-

schaffer van schuldvermogen. Deze bank is ook bestuurlijk actief bij de groep betrokken, als adviseur, toezichthouder en als leverancier van managers in het kader van doorstroming dan wel van reddingsoperaties. De industriële groepen zijn dus gecentreerd rondom een hoofdbank (en andere financiële instellingen, zoals verzekeringsmaatschappijen), waarbij de onderlinge relaties berusten op een 'commitment' voor de lange termijn⁹. De ondernemingen binnen de groep zijn onderling verbonden door wederkerige participaties, waardoor een hecht netwerk van onderling gerelateerde groepsleden met uitwisseling van toezichthouders is ontstaan. De meeste groepen zijn zowel gediversifieerd als verticaal geïntegreerd. De zes grootste groepen omvatten bijna de helft van de 200 topondernemingen en vertegenwoordigen 40-55% van de omzet in sectoren als natuurlijke hulpbronnen, chemie, machinebouw, enzovoort¹⁰. Het merendeel van de aan de beurs van Tokio genoteerde ondernemingen behoort tot een 'keiretsu'.

Binnen de Japanse ondernemingen wordt aan de werknemers een belangrijk gewicht toegekend. Er wordt wel eens beweerd dat het personeel een hogere prioriteit geniet dan de externe aandeelhouders bij de afweging van belangrijke, strategische ondernemingsbeslissingen. Het begrip vijandige overname wordt opgevat als een vloek.

In het bovenstaande zijn de essentiële kenmerken van de vier onderscheiden vennootschappelijke sectoren met een vrij grove penseel geschilderd. Niettemin komen daarin duidelijke verschillen en overeenkomsten naar voren. De Japanse structuur vertoont enige overeenkomst met de Germaanse in zoverre het de positie van de industriebanken (en ook van de werknemers) betreft, en met de Latijnse voor wat betreft de groepsvorming van ondernemingen. Markant zijn de verschillen tussen de Angelsaksische landen aan de ene kant en de andere landen aan de andere kant. In de Angelsaksische landen is de beursvennootschap het meest verbreid, zijn de aandelen wijdverspreid en vindt disciplinerende plaats door middel van een actieve overnamemarkt. Elders daarentegen is veelal sprake van geconcentreerd aandelenbezit en spelen banken, families en houdstermaatschappijen een belangrijke rol in de financiering en het beheer van industriële ondernemingen. Structurele en technische overnamebarrières staan disciplinerende correcties via een actieve overnamemarkt in de weg.

Eclips in Europa en Japan?

Nu terug naar de probleemstelling van Jensen, maar dan toegepast op andere gebieden dan de Verenigde Staten: is het fenomeen van de beursvennootschap daar aan het verdwijnen?

8. Zie verder P.W. Moerland, De overnemingsmarkt: theorie, empirie en regelgeving, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 1989, blz. 143-161.

9. Vergelijk M. Aoki (red.), *The economic analysis of the Japanese firm*, North-Holland, Amsterdam, 1984.

10. Vergelijk M. Gerlach, *Alliances and the social organization of business*, working paper University of California, Berkeley, 1987.

Het belangenconflict, zoals zich dat laat denken bij een wijdverspreid aandelenbezit onder zeer veel kleine passieve aandeelhouders, kan niet als representatief worden beschouwd voor vennootschappen met een of meer grootaandeelhouders of gelieerde grootbanken. Door de relatieve concentratie van stemrecht in handen van families, banken en financiële houdstermaatschappijen is een rechtstreekse beïnvloeding van het ondernemingsbeleid en van het ondernemingsbestuur mogelijk. Zo kunnen de grote banken in Duitsland en Japan sturend, corrigerend en zonodig ondersteunend optreden ten aanzien van door hen gefinancierde ondernemingen, die in moeilijkheden komen te verkeren. Ook binnen het verband van industriële groepen zijn meer rechtstreekse disciplineringsmogelijkheden voorhanden om managers, zo dat nodig mocht worden geacht, te corrigeren of te stimuleren. Te denken valt aan verschuiving van managers of middelen tussen verschillende ondernemingen binnen de groep, of het doorvoeren van herschikkingen via een soort interne overnamemarkt, waaraan dus geen geforceerde externe transacties te pas komen¹¹. De conclusie lijkt gerechtvaardigd, dat de beursvennootschap in de landen buiten het Angelsaksische gebied niet bezig is te verdwijnen. Aan vrijwel alle belangrijke beurzen is gedurende de afgelopen jaren het aantal genoteerde binnenlandse ondernemingen per saldo toegenomen. Van een grootscheepse transitie naar andere juridisch-institutionele ondernemingsvormen is dan ook geen sprake. Kennelijk weet men het belangenconflict tussen managers en vermogensverschaffers bij beursvennootschappen op een aanvaardbare wijze te beheersen, ondanks de afwezigheid van een actieve overnamemarkt.

Eclips in de VS?

Zijn er inderdaad aanwijzingen dat de beursvennootschap in de VS aanmerkelijk aan belang zal gaan inboeten om plaats te maken voor de 'LBO association' of vergelijkbare vormen? Dat is vermoedelijk niet het geval, en wel om een aantal redenen:

- de afgelopen jaren is het aantal beursvennootschappen in de VS niet afgenomen, maar toegenomen. In de periode 1985-91 is het aantal binnenlandse fondsen aan de American Stock Exchange en de New York Stock Exchange gezamenlijk opgelopen van 2224 tot 2568. Er zijn dus niet alleen vennootschappen van de beurs verdwenen, maar ook nieuwelingen bijgekomen. Het fenomeen van de leveraged buy-out (LBO) heeft zich tot nu toe voornamelijk beperkt tot enkele bedrijfstakken, met name de voedings- en genotmiddelenindustrie. Andere sectoren lijken zich minder goed hiervoor te lenen¹². Daar komt bij dat vele van de LBO's uit de jaren tachtig binnen drie jaar weer naar een of andere beursvorm zijn teruggedraaid¹³. De LBO blijkt dus niet zozeer een permanente ondernemingsvorm, maar veeleer een tijdelijke overgangsvorm;
- aan een hoge mate van schuldfinanciering (kenmerkend voor LBO's) kan een zekere disciplinerende werking wellicht niet worden ontzegd, aangezien deze noopt tot een zodanige produktiviteit dat steeds aan de renteverplichtingen kan worden voldaan. Bij uitkering van dividenden over aandelenvermogen zou een dergelijke motiverende werking

in mindere mate aanwezig zijn. Bovendien zouden ondernemingsbestuurders ook bij de beschikking over royale kasstromen niet erg geneigd zijn om deze uit te keren, ook al zou dat in het belang zijn van de aandeelhouders (Jensens 'free cash flow'-hypothese).

Echter, een (te) hoge verhouding tussen vreemd en eigen vermogen kan ook leiden tot ernstige disrupties, indien niet meer aan de renteverplichtingen kan worden voldaan. In Duitsland en Japan kunnen banken te hulp schieten vanuit een hoedanigheid van 'grootaandeelhouder-schuldeiser-toezichthouder', waardoor een faillissement niet zelden kan worden voorkomen. In de Verenigde Staten zijn aandeelhouders en schuldeisers gescheiden partijen, en spelen de banken een veel minder pregnante ondersteunende rol. Het veelvuldig terugdraaien van LBO's naar beursvormen zal mede zijn ingegeven door de wens om het relatief hoge aandeel van vreemd vermogen af te bouwen en het garantievermogen te versterken.

Wat betreft het dividendaspect het volgende. Ook van de door de vermogensmarkt gestelde rendementseis over het aandelenvermogen mag een motiverende werking worden verwacht. Ondernemingsbestuurders kunnen niet duurzaam aan de belangen van aandeelhouders voorbijgaan op straffe van dalende beurskoersen, stijgende vermogenskosten en verslechtering van de concurrentiepositie;

- institutionele beleggers stellen prijs op belegging in aandelen met dagelijkse prijsvorming. Niet ter beurze verhandelbare participaties kunnen hierin nauwelijks voorzien. Vanuit de vraagkant mag een duurzame belangstelling worden verwacht voor beursgenoteerde fondsen. Dit aspect is in de VS van groter belang dan bij voorbeeld in Japan, want de gemiddelde verblijfsduur van een aandeel in de portefeuille van een Amerikaanse institutionele belegger belooft slechts twee jaar tegen zeven jaar in Japan¹⁴.

Lethargie, agressie, diplomatie

Gedurende de jaren tachtig heeft zich in de Verenigde Staten een grootscheepse herverkaveling van het vennootschappelijke landschap voltrokken. Veel van de geforceerde overname- en 'buyout'-transacties – maar lang niet alle – kunnen als tegen het ondernemingsbestuur gerichte disciplineringsacties worden gezien. Door deze heftige uitbarstingen van latente belangenconflicten tussen ondernemingsbestuurders en aandeelhouders, veelal geëntameerd

11. Vergelijk T. Hoshi, A. Kashyap en D. Scharfstein, The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, *Journal of Financial Economics*, 1990, blz. 67-88, die op blz. 86 stellen: "(...) it is worth noting that when members of the group help troubled companies they do not just infuse money (...) they also actively try to restructure the company".

12. Vergelijk A. Rappaport, op.cit., 1990, die stelt (op blz. 98): Witness recent deals in the airline industry, a capital-intensive, cyclical business that hardly meets KKR's list of criteria. Witness too lenders' lukewarm response to these risky deals and the palpable sense on Wall Street that the LBO technique is migrating to sectors where it does not belong".

13. Vergelijk A. Rappaport, op.cit., 1990, blz. 98.

14. Bron: Investors flex their muscles at some US, European firms, *The Wall Street Journal Europe*, 5 mei 1992.

door investeringsbankiers (als Kohlberg, Kravis, Roberts) en 'corporate raiders', is de ultieme zeggingsmacht van de aandeelhouder scherp in de schijnwerpers komen te staan. De laatste tijd is een tendens waarneembaar, waarbij aandeelhouders hun macht uitoefenen langs meer diplomatieke weg, via onderhandse of zonodig openbare discussies met ondernemingsbestuurders. Diverse signalen wijzen erop dat sommige aandeelhouders dan wel organisaties van aandeelhouders geneigd zijn om op korte afstand van de ondernemingsbestuurders campagne te voeren. Niet via violente, 'alles-of-niets'-ingrepen zoals in de jaren tachtig, maar via protest, overreding en diplomatie. Het betreft hier met name institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en beleggingsinstellingen, die een emancipatieproces doormaken. Zij zijn weliswaar (nog) geen grootaandeelhouders met een formeel stemmenoverwicht, maar wel herkenbare aandeelhouders die hun stem verheffen en aldus invloed kunnen uitoefenen. Een van de voortrekkers van deze beïnvloedingspolitiek is Calpers (California Public Employees Retirement System), met \$ 68 miljard belegd vermogen het grootste openbare fonds in de Verenigde Staten, dat een lijst van twaalf slecht presterende ondernemingen uit haar portefeuille heeft samengesteld, met de bedoeling om met de betrokken bestuurders in discussie te treden over mogelijkheden tot verbetering¹⁵. Aanvankelijk geschiedt zulks achter gesloten deuren (stille diplomatie) en bij contentering blijft het daarbij. Vier van de twaalf bedrijven zijn inmiddels van deze 'target list' afgevoerd. Bij de andere acht ontmoet Calpers kennelijk onvoldoende gehoor, wat voor haar reden is om vervolgens te dreigen met een volmachtenstrijd bij de eerstvolgende benoeming van ondernemingsbestuurders (open confrontatie).

Er is een ontwikkeling gaande waarin trendsettende aandeelhouders een positie lijken na te streven die ligt tussen de betrekkelijke passiviteit van de jaren zestig/zeventig enerzijds en de turbulente transactiepraktijk van de jaren tachtig anderzijds. Men wenst zich actief en assertief op te stellen tegenover ondernemingen die minder goed presteren, echter niet met de intentie om radicale transacties via de overnamemarkt te forceren, maar om te onderhandelen over en te lobbyen voor succesrijk geachte aanpassingen van het ondernemingsbeleid.

Conclusie

De beursvennootschap is niet aan het eclipseren. Er zijn uiteenlopende disciplineringsmechanismen om het notoire belangenconflict tussen directie en aandeelhouders te betugelen. Deze mechanismen vertonen verschillen naar tijd en plaats. Buiten de Angelsaksische landen bestaan veelal geconcentreerde aandeelhoudersstructuren met korte lijnen van advies en toezicht. De eventuele disciplinerende overnamemarkt wordt sterk belemmerd door structurele alsmede technische barrières. In de Angelsaksische wereld hebben we gedurende de jaren tachtig een heftige eruptie van de overnamemarkt gezien die tot een disruptie heeft geleid in de verhoudingen tussen aandeelhouders en ondernemingsbestuurders. Wellicht valt deze periode te kwalificeren als een overgangperiode tussen aandeelhouderslethargie in de daaraan voorafgaande

decennia en aandeelhoudersdiplomatie nadien.

Tegen deze achtergrond zou de LBO eveneens als een overgangsvorm kunnen worden beschouwd, of zoals Rappaport het zegt: "(...) the LBO phenomenon may be remembered as merely a chapter in the history of the public company's rebirth"¹⁶.

De LBO-golf heeft ertoe bijgedragen dat het ingeslopen 'managerial' denken binnen de grote beursvennootschappen heeft plaatsgemaakt voor 'entrepreneurial' denken.

Tot slot

Welk vennootschappelijk systeem is nu superieur? Op deze vraag is geen eenvoudig en eenduidig antwoord mogelijk. Welke maatstaf of welke set van maatstaven wensen we hiervoor aan te leggen: rendementen, verovering van marktposities, economische groeicijfers, stabiliteit, het aantal faillissementen? Op al deze aspecten heeft de Japanse vennootschappelijke structuur gedurende de afgelopen decennia bovengemiddeld gepresteerd. Maar de recente dramatische ontwikkelingen aan de Japanse aandelenbeurzen werpen een ander licht op dergelijke scores. En hoe moet de positie van de talloze kleine en middelgrote bedrijven (toeleveranciers, en dergelijke) waarop de grote ondernemingen de risico's van economische fluctuaties in belangrijke mate plegen af te wentelen (met veel faillissementen!) in dit geheel worden meegenomen? Hoe verdisconteren we aspecten als overheidssteun, protectionisme, monetair beleid bij een onderlinge vergelijking van het prestatievermogen van beursvennootschappen? Stuk voor stuk vragen van grote economische en maatschappelijke betekenis, waar naar mijn opvatting (nog) te weinig systematisch onderzoek naar wordt verricht. Dergelijke vragen winnen alleen nog maar aan belang nu zich op onderdelen een zekere convergentie aan het aftekenen is tussen de onderscheiden vennootschappelijke systemen. Immers, in de VS zijn de scherpe kantjes van de overnamepraktijken zo goed als verdwenen, terwijl we in Europa juist voornemens tot deregulering aantreffen ten behoeve van een meer liberale overnamemarkt. Aan beide zijden van de oceaan tekent zich een parallelle ontwikkeling af voor wat betreft het optreden van de 'outside' aandeelhouders. Deze eisen in toeneemende mate zeggenschap en ze wensen dat hun belangen sterker meespelen bij belangrijke ondernemingsbeslissingen. In Japan, ten slotte, is een ontwikkeling gaande waarbij de rol van schuldfinanciering via banken geleidelijk aan afzwakt ten faveure van het aantrekken van vermogen via de openbare vermogensmarkten¹⁷. De grote vennootschappen uit de verschillende geografische blokken ontmoeten elkaar uiteindelijk op de zich mondialiserende afzetmarkten, die uiteraard ook een disciplinerende werking hebben. In de dynamiek van de daarsesende concurrentie is immers de ultieme toetssteen gelegen voor de duurzame levensvatbaarheid van alternatieve vennootschappelijke systemen.

P.W. Moerland

15. Bron: J. Pound, *After takeovers, quiet diplomacy*, *The Wall Street Journal Europe*, 9 juni 1992.

16. A. Rappaport, op.cit., 1990, blz. 104.

17. Vergelijk T. Hoshi, op.cit., 1990, blz. 86.