



Private equity: actie

Veel Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, van (voormalige) VNU tot Stork en Ahold, voelen de druk van private equity investors. In principe is deze ontwikkeling gezond en wenselijk, maar enige zorg is terecht. Zo hebben private equity partijen een mogelijke informatievoorsprong door directe communicatie met het management. Ook kunnen ze 'samenspannen' met het management. Hierdoor kunnen de belangen van de overige aandeelhouders klem komen te zitten. Tegelijkertijd is het wenselijk om een (nog) beter inzicht te hebben in de aandelenbelangen die grootaandeelhouders in een sector hebben. Ook hierdoor kunnen belangenconflicten ontstaan. Wet- en regelgeving en toezicht zullen op deze punten moeten worden aangescherpt, betoogt hoogleraar Arnoud Boot.¹

Het leven van de grotere Nederlandse beursvennootschappen was tot voor kort eenvoudig: het management en de Raad van Commissarissen maakten de dienst uit. Ze moesten het wel heel bont maken voordat er rumoer ontstond. Aandeelhouders moesten vooral niet te moeilijk doen. Zelfs in de Amerikaanse praktijk was dit vaak niet eens zo veel anders. Een nogal nostalgische (of misschien naïeve), maar zeer succesvolle Amerikaanse bestuursvoorzitter verwoordde het onlangs nog als volgt: 'If you do not like us, sell your shares.'

Nederlandse bedrijven, zoals (voormalige) VNU, CSM, TNT, Ahold, Stork en zelfs DSM, voelen allemaal de druk van private equity investors. Deze snel zichzelf mobiliserende grootaandeelhouders hebben in korte tijd veel macht veroverd. Ondernemingen voelen zich in het nauw gedreven. Ze worden niet alleen met deze wederopstanding van aandeelhouders geconfronteerd, maar tegelijkertijd met allerlei extra regels en eisen die voortkomen uit nieuwe wet- en regelgeving. Zoals de Amerikaanse Sarbanes Oxley Act, aangenomen in de slipstream van de schandalen van afgelopen jaren. Door alle

regels die hierin en in de Europese varianten daarop voorkomen (vergelijk ook de Code Takaksblat; CCG, 2003) wordt de speelruimte van ondernemingen – beursgenoteerde vennootschappen wel te verstaan – zeer beperkt. Zware verantwoordings-eisen over het verleden lijken deze ondernemingen van het 'ondernemen' af te houden, en dat terwijl je als ondernemer vooral met de toekomst bezig wilt zijn.

Nederland is wel degelijk meer gevoelig voor de druk van private equity investors dan andere landen. Nederlandse ondernemingen hebben een relatief open eigendomsstructuur die er voor zorgt dat ondernemingen zeer gevoelig zijn voor activistische aandeelhouders. De vraag is of we hier iets aan moeten doen? Terughoudendheid is hierin geboden. Een grotere stabiliteit onder de aandeelhouders is wenselijk, maar dit zal vooral door de onderneming moeten worden verwezenlijkt, onder meer door het aangaan van een betere dialoog met die aandeelhouders. Dit heeft echter weinig te maken met private equity, hoogstens dat deze partijen nadrukkelijker laten zien dat een dergelijke dialoog belangrijk is.

1 Een eerdere versie van dit artikel is verschenen in het ESB dossier (45006) "Markt in werking", december 2006, p. 69-74.

2 Deze herschikking zal de vraag oproepen voor welke ondernemingen en in welk stadium van hun ontwikkeling een beursnotering optimaal is (zie Boot, Gopalan en Thakor, 2006). Of er minder bedrijven in de toekomst op de beurs genoteerd zullen zijn valt niet zeggen. Wat ik wel verwacht is dat het hebben van wel of geen beursnotering een meer dynamisch proces zal worden. Ondernemingen zullen vaker de beurs betreden en weer verlaten, en later mogelijk weer betreden, afhankelijk van de specifieke omstandigheden en levensfase waarin de onderneming zich bevindt.

3 Algemene eisen zoals een verplichting tot een controle op de jaarrekening vervallen niet. Deze zijn gekoppeld aan de grootte van de onderneming en dienen onder meer ter bescherming van werknemers en crediteuren.

nodig...

De ontplooiing van de markt voor private equity is in mijn ogen een wenselijke ontwikkeling. Dit neemt niet weg dat enige aanpassingen nodig kunnen zijn. Dit betreft met name de mogelijke informatievoorsprong van private equity partijen door directe communicatie met het management en een mogelijk samenspannen van private equity partijen en management, bijvoorbeeld bij het aangaan van een management buy-out. In dergelijke gevallen kunnen de belangen van de overige aandeelhouders klem komen te zitten. Eveneens speelt het probleem dat aandeelhouders die een groot belang opbouwen in een onderneming tevens belangen kunnen hebben in andere ondernemingen, en dat deze combinatie van aandelenbelangen kan leiden tot belangen tegenstellingen. Enige sturing, en met name een grotere transparantie, is wenselijk. Een verdere versterking van het toezicht- en regelgevende kader is dan ook noodzakelijk.

Private equity revolutie?

De private equity revolutie duidt op een mogelijke herschikking van ondernemingen tussen beursnotering en niet-beursnotering.² Private equity partijen kunnen ondernemingen van de beurs halen en daarmee de mogelijk excessieve wet- en regelgeving voor beursgenoteerde ondernemingen vermijden. Als zij namelijk de anonieme en kleine aandeelhouders uitkopen dan vervalt de noodzaak van de op de bescherming van anonieme aandeelhouders gerichte wet- en regelgeving. De genoemde Sarbanes Oxley wetgeving in de VS en de code Tabaksblat zijn terecht in principe niet van toepassing op niet-beursgenoteerde ondernemingen.³

De betrokkenheid van private equity kan echter ook leiden tot actieve grootaandeelhouders bij een continuering van de beursnotering; sommigen gebruiken in dat geval de aanduiding hedgefondsen. Hiermee lost private equity het probleem op dat bij een wijdverspreid aandelenbezit aandeelhouders door de mate van spreiding een te klein eigen belang hebben om de onderneming voldoende in de gaten te kunnen houden. Overigens moeten we private

equity en de 'wederopstanding' van grootaandeelhouders niet zien als iets totaal nieuws. Integendeel, directe invloed via grootaandeelhouders is altijd van groot belang geweest. Hoogstens zouden we kunnen zeggen dat er in de praktijk een te groot vertrouwen is geweest in de financiële markten. Vooral is veronachtzaamd dat door de spreiding van eigendom over een groot aantal (vaak anonieme) aandeelhouders een groot machtsvacuüm is ontstaan.⁴ Dit vacuüm wordt door de private equity revolutie en de 'wederopstanding' van grootaandeelhouders opgevuld.⁵

Grote macht private equity in Nederland

Ik verwacht niet dat aan het wet- en regelgevende front veel verlichting voor de beursvennootschap is te verwachten: de legitieme zorgen over het beschermen van anonieme aandeelhouders in de openbare kapitaalmarkten zullen het winnen van de bestuurders die zorgen hebben over de negatieve kanten van deze ontwikkeling. Dus ondernemen zal er niet gemakkelijker op worden. Verantwoording afleggen en in de achteruitkijkspiegel kijken, zullen blijvend aan belang winnen in het nieuwe speelveld van de beursvennootschap.

Tegelijkertijd lijkt er ook aan de kant van de (steeds) machtiger grootaandeelhouders – de private equity investors in het bijzonder – geen verlichting in zicht. Voor Nederlandse bedrijven hangt dit samen met een andere belangrijke ontwikkeling: de ontmanteling van juridische beschermingsconstructies. Nederland kende traditioneel een zware juridische bescherming, die door de EU zwaar op de proef wordt gesteld. Het principe one-share-one-vote krijgt op Europees niveau een zwaar gewicht, en juridische beschermingsconstructies zijn hier veelal mee in strijd.⁶ Juist Nederland wordt hierdoor buitengewoon gevoelig voor private equity partijen, en voor de mobilisatie van grootaandeelhouders.⁷ Voor Nederland geldt dit zwaarder dan voor het buitenland. Continentaal Europa heeft cross-holdings en andere vormen van economische bescherming

- 4 Overigens heeft de wetenschappelijke literatuur wel degelijk veel aandacht besteed aan dit machtsvacuüm, en dat al voor een hele lange periode (zie Berle en Means, 1936; en Shleifer en Vishny, 1997).
- 5 Waar codes en regelgeving te knellend worden zullen private equity partijen via MBO's en andere go-private-transacties de onderneming van de beurs halen. Maar zoals blijkt uit de analyse in de hoofdtekst is het zeker niet zo dat het bestaansrecht van private equity partijen voortkomt uit de mogelijk knellende code en regelgeving. Private equity en de mobilisatie van grootaandeelhouders in het algemeen zijn complementaire governance mechanismen.
- 6 Dit is niet meer dan een observatie van mijn kant. Het is zeker niet zo dat one-share-one-vote per definitie optimaal is. De wetenschappelijke literatuur is hierover niet eenduidig. Theoretisch gezien valt onder bepaalde omstandigheden af te leiden dat one-share-one-vote optimaal is. Maar er zijn evenzeer omstandigheden denkbaar waarbij dual class shares optimaal kunnen zijn. De uitstervende Nederlandse praktijk van certificering, waarbij stemmen terechtkwamen bij een administratiekantoor dat geen kapitaalbelang had in de onderneming, kan niet als optimaal worden afgeleid. Het op een of andere manier koppelen van stemmen aan een kapitaalbelang in de onderneming is noodzakelijk.
- 7 De consequenties hiervan zien we ook terug bij discussies over overheidsbedrijven en/of publieke sectoren. De vraag speelt bijvoorbeeld of de overheid moet blijven vasthouden aan aandeelhouder-schap in bedrijven omdat juridische kunstmatige veiligheidskleppen – lees gouden-aandelen – door Europa worden weggevaagd.

via specifieke eigendomsverhoudingen, bijvoorbeeld piramide structuren. Dit laatste is misschien verrassend maar zowel in de Scandinavische landen, Duitsland als Latijns Europa (dat al bij de Nederlands-Belgische grens begint...) zijn dergelijke eigendomsverhoudingen de regel. Nederland daarentegen heeft een veel transparantere eigendomsstructuur waarbij ondernemingen veelal direct in handen zijn van (eind)beleggers.

Juist Nederland wordt hierdoor buitengewoon gevoelig voor private equity partijen, en voor de mobilisatie van grootaandeelhouders.

Ook de Verenigde Staten kent meer bescherming. Ten onrechte denken we dat aandeelhouders het daar zo maar voor het zeggen hebben. Wie de film 'Wall Street' met Michael Douglas heeft gezien, herinnert zich een agressieve raider die een mooi familiebedrijf probeert op te kopen om het vervolgens in stukjes te hakken omdat dat meer geld oplevert. Macht voor aandeelhouders lijkt in de VS een vanzelfsprekendheid. Toch was en is dat niet de Amerikaanse praktijk, althans niet in de mate die vaak wordt gedacht. De ondernemingsleiding van een Amerikaans beursfonds is nadrukkelijk beschermd tegen aandeelhouders. Zo kunnen bestuurders en/of commissarissen niet zo maar worden weggestuurd.⁸ De bekende Amerikaanse econoom John Kenneth Galbraith sprak dan ook niet ten onrechte van managerial capitalism: het management had en heeft veel macht. De invloed van aandeelhouders is meer achteraf. Achterblijvende ondernemingen in de Verenigde Staten zullen vroeg of laat worden overgenomen, dit is de zogenaamde 'market for control'.

In vergelijking met de dreiging van private equity in Nederland lijkt dit enige overeenkomsten te bieden. Private equity partijen zijn er immers ook vaak op uit om een onderneming over te nemen. Toch is er een verschil. De dreiging die momenteel in Nederland uitgaat van private equity lijkt groter. Naast minder bescherming, zou een reden hiervoor kunnen zijn dat Nederlandse bedrijven door een geweningsproces gaan en (nog) niet zijn ingespeeld op een actievere rol van de aandeelhouder.

Tussen de VS en Nederland bestaat nog een ander verschil. De wijzigingen in corporate governance hebben aandeelhouders in Nederland veel grotere

zeggenschap gegeven over ondernemingsbesluiten. Zie bijvoorbeeld de eis in de Code Tabaksblat dat materiële beslissingen worden voorgelegd aan de aandeelhouders. Een dergelijke inspraak vooraf staat haaks op de Amerikaanse praktijk die veeleer controlerend achteraf is. Voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zou dit kunnen betekenen dat er nauwelijks meer sprake is van een mandaat voor de ondernemingsleiding. Zij wordt in zekere zin zowel vooraf als achteraf aan banden gelegd. Hoewel dit wat extreem is geformuleerd, is er wel degelijk een zorg. Als het inderdaad aan een mandaat ontbreekt dan veroorzaakt dit mogelijk een grote aanslag op het ondernemende karakter van de onderneming.

Beoordeling van de ontwikkelingen

Een belangrijke nuancering bij de vermeende grote macht van private equity is dat veel Nederlandse bedrijven die in het nieuws kwamen door een opstand onder aandeelhouders dit vooral aan zichzelf te wijten hadden. VNU presteerde onvoldoende – was er niet in geslaagd een aantal overnames tot een goed einde te brengen – en kon dan ook niet verwachten dat aandeelhouders zouden instemmen met (weer) een grote overname. Een vlucht naar voren is zelden optimaal. De snel gemobiliseerde aandeelhouders voorkwamen dit. Dit is positief. Wel is het zo dat door de macht van de aandeelhouders ondernemingen sneller in een verdomhoekje terecht komen. Als aangeschoten wild gaan ze door het leven, en ze kunnen niets meer goed doen. Dit is een duidelijke verharding van het speelveld. Het is een beetje alles of niets geworden. Je bent een held of je bent afgebrand. Het lijkt wel iets op een voetbaltrainer van een topploeg. Je doet het goed en iedereen loopt weg met je, maar o wee als er iets misgaat, dan laten ze je vallen als een baksteen.⁹ Wat niet helpt is dat de financiële markt vaak momentum is gedreven. Meevallers en tegenvallers worden dan nog eens extra uitvergroot.

Beursgenoteerde ondernemingen lijken in een veelsoortige spagaat terecht te zijn gekomen: regels aan de ene kant, agressieve aandeelhouders aan de andere kant. Het is niet alleen maar positief. Een paar opmerkingen – hopelijk wat richtinggevend voor de sterk toegenomen wet- en regelgeving.

Is het werkelijk zo dat de toenemende regelgeving leidt tot minder flexibiliteit en haaks staat op ondernemerschap? Dit is waarschijnlijk het geval, maar een nauwkeurige afbakening van regelgeving, en de

8 Dit verwijst naar de gangbare 'staggered boards', waarbij telkens maar een deel van de board door aandeelhouders kan worden weggestemd.

9 De analogie is nog sterker. Voetbaltrainers kunnen het succes veelal nooit lang volhouden. Vroeg of laat (en tegenwoordig steeds vroeger) zijn ze opgebrand. Het verbaast dan ook niet dat de 'omlooptijd' van bestuurders korter is geworden.



wenselijkheid ervan, is nodig. Als het gaat om de financiële markt, dan hebben we het over regels die bijvoorbeeld gelijke informatievoorziening aan alle partijen in de markt bewaken; regels met betrekking tot handel met voorkennis, etc. Dit zijn gewenningsregels. Deze regels zullen uiteindelijk echt belemmerend zijn.

Overgangsproblemen zijn er echter wel degelijk. Hoe te communiceren bijvoorbeeld naar aandeelhouders? Kan een onderneming in gesprek treden met private equity partijen? En hoe wordt dan een gelijke informatievoorziening bewaakt aan alle andere aandeelhouders? Dit is lastig, maar kan met bepaalde gedragsregels en procedures in goede banen worden geleid.

Minder makkelijk ligt het met corporate governance regels die meer intern zijn gericht (ondernemingsrecht, zie ook Tabaksblat code). Hier zit een groter probleem. Het gaat hier over bijvoorbeeld boxticking in plaats van sturing op basis van principes. Regels die direct ingrijpen op het ondernemingsbestuur, bijvoorbeeld maxima stellen aan het aantal commissariaten per persoon, of een verbod op het opnemen van voormalige bestuurders in de RvC. Deze regels zijn lang niet altijd optimaal. Een vraag is ook of de aandeelhoudersvergadering (AvA) hier niet over moet gaan. Ook speelt het genoemde gebrek aan mandaat. Hoe dit op te lossen is verre van vanzelfsprekend. Hier zit dus wel degelijk een probleem. De vraag is of we wel op de goede weg zijn.¹⁰

Noodzaak maatregelen voor private equity zelf?

Ik maak me geen zorgen over de vermeende korte termijn focus van private equity investeerders. Zij

gaan voor maximalisatie van de aandeelhouderswaarde, en dat is in principe goed. Het probleem zit veelal bij de response van management als er druk van private equity beleggers komt. In een poging om ze van het lijf te houden komt het management vaak met allerlei op de korte termijn gerichte acties: plotselinge aandeleninkoop, plotseling besluiten om toch bepaalde activiteit af te stoten. Dit paniekvoetbal wordt gedeeltelijk in de hand gewerkt door de genoemde open eigendomsstructuur in Nederland.

Het is de vraag of de corporate governance van private equity partijen en grootaandeelhouders in het algemeen niet beter moet worden geregeld? Aan wie leggen zij verantwoording af? Het antwoord hierop is eenvoudig. Voorzover zij louter met eigen geld beleggen (cq. investeren) is het in principe hun eigen 'probleem'. Voorzover zij geld aantrekken van derden is de vraag of dit professionele partijen zijn. Is het antwoord ja, dan mag er vanuit gegaan worden dat deze professionele partijen voor zichzelf kunnen opkomen. Trekken zij echter gelden aan van particulieren dan gaan zij in de richting van beleggingsfondsen en daarvoor bestaan allerlei eisen.¹¹

Daarnaast bestaan er allerlei regels om te voorkomen dat grootaandeelhouders acties kunnen nemen die ten koste gaan van kleine aandeelhouders. Ook zijn er regels die bepalen dat onder bepaalde omstandigheden grootaandeelhouders kleine aandeelhouders tegen een realistische prijs moeten uitkopen.¹² In het algemeen is het cruciaal om een goed inzicht te hebben in de aandelenbelangen die grootaandeelhouders in een bepaalde sector hebben. Een combinatie van meerdere aandelenbelangen bij één partij in één sector kan

¹⁰ Zie ook Boot en Wallage (2006). Zij wijzen op de risico's die verbonden zijn aan de toenemende regeloriëntatie ('box ticking'), en beargumenteren dat een op vertrouwen gebaseerde integriteitsstrategie vaak voordelen heeft boven een op wantrouwen gebaseerde regelstrategie.

¹¹ Dit nuanceert ook de discussie over hedgefondsen. Voorzover deze 'openbaar' gelden aantrekken moeten ze onder de wet- en regelgeving voor beleggingsfondsen vallen. Andere zorgen over hedgefondsen, bijvoorbeeld mogelijke marktmanipulatie door het verspreiden van geruchten en vervolgens zelf handelen, zijn sowieso verboden ook in het bestaande wet- en regelgevende kader.

¹² Overigens is dit in Nederland nog niet goed geregeld. De implementatie van de Europese overname-richtlijn is vertraagd.



Een ander probleem is dat private equity partijen (of grootaandeelhouders in het algemeen) kunnen samenspannen met het management.

leiden tot belangenconflicten. Het verplichte bod speelt hierop in, maar aandelenbelangen beneden de grens van het verplichte bod blijven hiermee ongemoeid. De meldingsplicht bij het passeren van bepaalde drempels biedt dan enige hulp, maar dit biedt mogelijk onvoldoende inzicht; bijvoorbeeld, de totale internationale (grensoverschrijdende) portefeuille van de grootaandeelhouder is daarmee niet volledig in kaart gebracht. Enige zorg is derhalve gerechtvaardigd.

Zoals eerder is aangegeven zijn er maatregelen nodig die de mogelijke preferentiële toegang van private equity partijen tot relevante ondernemingsinformatie in goede banen leiden. Mogelijke maatregelen zijn bijvoorbeeld het opleggen van verdere transparantieplichtingen aan de onderneming. Bijvoorbeeld door de onderneming te verplichten onmiddellijk publiek te maken wat is besproken met private equity partijen, inclusief door deze partijen ingebrachte suggesties en vragen. Maar ook kunnen aan private equity partijen verplichtingen worden opgelegd. Een mogelijkheid is dat het deze partijen wordt verboden te handelen in de aandelen van de betreffende onderneming als ze er mee in gesprek zijn. Een combinatie van openheid met betrekking tot hetgeen is besproken en beperkingen op gelijktijdige handel door deze partijen in het betreffende aandeel (met transparantie-eisen) zou al heel wat orde kunnen verschaffen. Bestaande regels lijken hier onvoldoende op in te spelen. Een ander probleem is dat private equity partijen (of grootaandeelhouders in het algemeen) kunnen

samenspannen met het management. Bijvoorbeeld in het geval van een management buy-out (MBO) waarbij de onderneming van de beurs wordt gehaald door het management zelf (en het management samen met private equity partijen zorgt voor het benodigde kapitaal), hebben zowel het management en de betrokken private equity partijen belang bij een zo laag mogelijke prijs voor de aandelen. Een dergelijk proces moet dus heel transparant verlopen om te voorkomen dat de overige aandeelhouders worden 'beetgenomen'.¹³ Dit probleem bestaat niet alleen bij een MBO, maar ook bij bijvoorbeeld een overname. De overnemende partij kan bijvoorbeeld trachten het management van 'de target' onderneming proberen om te kopen door een zeer lucratieve beloning in het vooruitzicht te stellen mocht de overname lukken. Een bekend voorbeeld hiervan is de excessieve beloning die de bestuurders van het Duitse Mannesman verkregen toen hun onderneming werd overgenomen door het Engelse Vodafone. Degelijke oneigenlijke 'beloningen' komen veel vaker voor en kunnen er voor zorgen dat het management niet langer de belangen van haar aandeelhouders (als totaliteit) beschermt.¹⁴ Uiteraard heeft de Raad van Commissarissen een grote verantwoordelijkheid op dit punt. Zij dient alert te zijn op dergelijke (perverse) prikkels bij het management, en moet dus zelf bij dergelijke transacties aan het stuur te zitten. Het zou echter naïef zijn om te denken dat deze problemen daarmee zijn opgelost. Er is in mijn ogen dus zeker een rol voor regulering en extern toezicht, wederom vanuit het oogpunt van bescherming van derde aandeelhouders.

De toekomst

Mijn op zich positieve grondhouding ten opzichte van private equity neemt niet weg dat zorgvuldigheid geboden is, juist ook om de onderneming als samenwerkingsverband van vele stakeholders enige stabiliteit te bieden. De terecht grotere macht voor de factor kapitaal dreigt wel degelijk op gespannen voet te staan met de gewenste zorgvuldigheid naar alle stakeholders.¹⁵ Dit spanningsveld behoeft aandacht. De uitdaging is om dit vorm te geven op een manier die aandeelhouders niet (weer) monddood maakt. In essentie betekent dit dat een bepaalde mate van zorgvuldigheid moet worden gewaarborgd.¹⁶ Perfecte oplossingen zullen er niet zijn.

Ook voor het management van beursgenoteerde ondernemingen is het niet eenvoudiger geworden. Ik verwacht niet dat de code en allerlei reguleringen

¹³ Het management kan ook belang hebben bij strategisch gedrag, bijvoorbeeld het kweken van negatieve verwachtingen voordat de MBO plaatsvindt. Op deze manier kan ook de aandelenkoers worden gedrukt.

¹⁴ Recentelijk heeft ook de Engelse toezichthouder bepaalde 'conflicts of interest' en 'market abuse' zorgen geuit (zie The Economist, 2006).

Literatuur

- Berle, A.A. en G.C. Means (1936), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- Boot, A.W.A., R. Gopalan en A.V. Thakor (2006), *The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership*, *Journal of Finance*, vol. 61, no. 2, april, pp. 803-836.
- Boot, A.W.A., en P. Wallage (2006), *Formele versus materiële naleving van de Code Tabaksblat*, *Maandschrift voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, nummer 5 (mei), pp. 206-215.
- Commissie Corporate Governance (CCG, 2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, 9 december 2003 (Code Tabaksblat).
- Shleifer, A., en R. Vishny (1997), *A Survey of Corporate Governance*, *The Journal of Finance*, 52 (2), pp. 737-783.
- *The Economist* (2006), *Under the Microscope*, 11 november, pp. 83-83.

en beperkingen die zijn ontwikkeld in de 'slipstream' van de Sarbanes-Oxley Act zullen worden afgebouwd. Deze blijven zullen zelfs nog verder worden uitgebreid in de toekomst. Het publieke belang van de bescherming van de kleine aandeelhouder zal vanuit de politiek bezien altijd voor nadere bescherming in aanmerking komen. Hoewel dit een knellend perspectief is, beschouw ik dit toch van minder belang dan de veranderingen in corporate governance en eigendomsverhoudingen die worden afgedwongen door de private equity revolutie.¹⁷ Private equity partijen zullen volgens mij het 'first-order' effect hebben in het corporate governance speelveld. Ondernemingen zullen hierop moeten inspelen, en met name voorzover ze een beursnotering ambiëren zich moeten afvragen hoe hier mee om te gaan. Dit is lastig omdat private equity partijen zorgen voor een snelle mobilisatie van een bijna onmogelijk te negeren tegenkracht juist als het even wat minder gaat met een onderneming. In de meest letterlijke zin wordt hiermee de passiviteit (en free-riding) onder gespreide aandeelhouders opgelost. Het is evident dat er veel omstandigheden te bedenken zijn waarin dit wenselijk is, met name in het geval dat er sprake is van een structurele underperformance. Tegelijkertijd heeft het echter grote gevolgen voor het mandaat van de ondernemingsleiding. Het is buitengewoon lastig om een onderneming te leiden als de eigen positie van het management en haar mandaat steeds ter discussie staat. Enige speelruimte is nodig. Beschermingsconstructies zijn uit de mode, maar hoe dan enige lucht te scheppen? Er is geen absolute waarheid, dus ook geen perfect antwoord. Optimale communicatie met de aandeelhouder(s), het opbouwen van reputatie en het inbouwen van

legitieme verantwoordingsmechanismen zouden voor enige 'lucht' moeten zorgen. Het beter grip krijgen op de eigen aandeelhouders, ook in een beursgenoteerde vennootschap, zal volgens mij op enigerlei wijze noodzakelijk zijn. Het bewerkstelligen van een grotere stabiliteit en continuïteit in de geleiding van aandeelhouders is wenselijk.

Maar hoe aandeelhouders te binden? Op voorhand ben ik niet voor dwang, noch enthousiast voor maatregelen die aandeelhouders 'belonen' (extra dividend bijvoorbeeld) voor het langer vasthouden aan hun aandelenbezit in een onderneming. Een beursnotering wordt ten principale gekozen om een grotere liquiditeit in het aandeel te krijgen. Het introduceren van 'beloningsmaatregelen' voor het vasthouden aan de aandelen staat hiermee op gespannen voet. Maar het is ook precies deze liquiditeit die zorgt voor een gebrek aan stabiliteit in de aandeelhoudersgeleding. Voor ondernemingen is het echter weldegelijk van belang dat ze een aantal grootaandeelhouders voor een langere tijd aan zich kunnen binden. Hoe valt dit te bewerkstelligen? Eenvoudige oplossingen bestaan niet. Toch zou ik verwachten dat de grotere invloed van aandeelhouders – die met name geldt voor grootaandeelhouders – het attractiever moet maken om wel voor langere tijd in een onderneming te beleggen. Juist dan kan invloed echt worden geëffectueerd, en worden omgezet in beter beleid.

De private equity revolutie is onderdeel van een fundamentele herinrichting van de maatschappij. Het zoeken is naar een nieuw evenwicht, en dit kan wel even op zich laten wachten.

- 15 Men hoeft niet ideologisch ingeven te zijn om de noodzaak van aandeelhoudersinvloed te kunnen rechtvaardigen. In de Angelsaksische literatuur wordt dit meestal gekoppeld aan de opmerking dat aandeelhouders nu eenmaal de eigenaar zijn van de onderneming en dus het voor het zeggen (moeten) hebben. Ik beschouw dit onnodig polariserend; een een-dags aandeelhouder is meer 'eigenaar' dan een werknemer die er al 20 jaar werkt? Het is veel meer voor de handliggend te verwijzen naar de grotere wetgevende en contractuele bescherming van werknemers en crediteuren in vergelijking tot aandeelhouders; zie de gedetailleerde contracten (arbeidscontract respectievelijk leningovereenkomst) en extensieve wetgeving (arbeidsrecht en crediteurenbescherming in de faillissementswet) vergeleken met de 'restpost' positie van aandeelhouders. Aandeelhouders als 'residual claimant' verdienen dus invloed binnen het corporate governance kader ter compensatie van de bescheiden contractuele en wetgevende bescherming. In andere woorden het contract (inclusief wetgevende bescherming) van de aandeelhouders is veel minder volledig dan dat van werknemers en crediteuren.
- 16 Met name het opstellen van juiste procedures en het toezien op de naleving ervan zijn cruciaal.
- 17 Waar codes en regelgeving te knellend worden zullen private equity partijen via MBO's en andere go-private-transacties de onderneming van de beurs halen. Maar zoals blijkt uit mijn analyse in de hoofdstuk is het zeker niet zo dat het bestaansrecht van private equity partijen alleen voortkomt uit de mogelijk knellende code en regelgeving. Integendeel, private equity en de mobilisatie van grootaandeelhouders in het algemeen zijn complementaire governance mechanismen die overigens in bepaalde vorm altijd hebben bestaan.

ARNOUD W.A. BOOT

