

Einde van de beursnotering?

Arnoud W.A.
Boot

Plotseling is de corporate governance-discussie terug in het nieuws. Akzo-Nobel en Unilever voelden de dreiging van activistische aandeelhouders, en het land was in rep en roer. Het mogelijk verlies aan nationaal erfgoed door buitenlandse 'roofkapitalisten' zou toch niet mogen gebeuren. Een prachtig, optimaal getimed speciaal nummer van dit blad – het mei/juni-nummer – kon meteen hierop inspringen. En de vraag of er echt iets nieuws onder de zon is, kon in ieder geval deels worden ontkend. Overnamepogingen zijn van alle tijden.

De angst zit er echter goed in. Demissionair minister van Economische Zaken Kamp heeft gepleit voor meer bescherming om ongewilde ('vijandige') overnames te voorkomen. Over de merites hiervan dadelijk meer. Maar eerst, wat niet voldoende wordt benadrukt is dat we het over beursgenoteerde ondernemingen hebben. Juist bij die ondernemingen kunnen 'zo maar' aandelen op de beurs worden opgekocht. Bij niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn de aandelen vaak in een beperkt aantal handen van direct betrokkenen. Er is meer vastigheid, vijandige overnames lijken nauwelijks mogelijk.

Beursnotering nodig?

De vraag die dit oproept is of een beursnotering wel nodig is. Sommigen zullen zeggen, ja, het helpt om kapitaalverschaffers te bereiken. Maar met de revolutie in private equity lijkt er meer dan ooit, een ruime beschikbaarheid van kapitaal buiten de beurs om (zie ook mijn bijdrage met Jeroen Ligterink en Jens Martin aan dit nummer). Daar wordt dan tegenin gebracht dat een beursnotering zorgt voor liquiditeit; er is op elk moment een prijs waartegen je kunt handelen. Dat al dat 'gehandel' misschien niet goed is, en juist tot een soort kuddegedrag leidt, is dan de volgende kritiek op een beursnotering. Je kunt er ook nog aan toevoegen dat zonder beursnoteringen van hun beleggingen pensioenfondsen eindelijk voor de meer lange termijn gaan beleggen in plaats van telkens hun beleggingsportefeuilles te wijzigen. En die langetermijnoriëntatie is toch wat we willen?

Corporate finance-specialisten zoals de bekende Harvard econoom Michael Jensen spraken jaren geleden al over 'The eclipse of the public corporation' (Jensen, 1989). Deze frontale aanval op beursgenoteerde ondernemingen was gebaseerd op de notie dat het gespreide aandelenbezit van een beursgenoteerd bedrijf free-ri-

der-problemen creëert onder aandeelhouders – niemand heeft een financieel groot genoeg belang om de onderneming in de gaten te houden. Het bestuur heeft dan alle macht (althans totdat een activist de aandelen gaat opkopen), en inefficiënties gaan domineren. Anderen, bijvoorbeeld de Stanford econoom Shai Bernstein, constateren dat een beursnotering niet goed is voor innovatie. Na een beursgang neemt zowel het aantal nieuw verworden patenten af, als de kwaliteit er van (Bernstein, 2015).

Of toch wel?

Waarom dan toch een beursnotering? Misschien kunnen we uit de casussen Akzo-Nobel en Unilever een nogal opvallend antwoord destilleren. Een beursnotering maakt je een volksaandeel, een soort nationaal erfgoed, en dat geeft lobbykracht die voor het gewin van de onderneming kan worden ingezet. Demissionair minister van Economische Zaken Kamp was er helder over: het ministerie zal Akzo-Nobel (en Unilever) beschermen. Gaat dat alleen maar over beschermen tegen een vijandige overname? Dat zou nog steeds de vraag open houden waarom ze überhaupt een beursnotering hebben. Of gaat het beschermen verder? Grote ondernemingen kunnen mogelijk concessies afdwingen gezien hun grote belang voor het land, en de zichtbaarheid van een beursnotering helpt hier bij. Of dit hen uiteindelijk helpt is de vraag – dinosaurussen hebben niet het eeuwige leven.

In een recent nieuw artikel in wording ontwikkel ik met Vladimir Vladimirov nog een ander argument dat voor een beursnotering kan pleiten. De grotere transparantie die met een beursnotering wordt afgedwongen, zou het gemakkelijker kunnen maken onderling (dus met concurrenten) te coördineren. Juist op bestaande, meer volwassen technologieën zou dit tot hogere winstmarges kunnen leiden (Boot & Vladimirov, 2017). Dus wederom ontstaat door de beursnotering een vorm van bescherming. Finale antwoorden en inzichten zijn er niet, maar de evident hoge winstgevendheid van beursgenoteerde bedrijven zou hierdoor verklaard kunnen worden.¹ Hoe dan ook, beursnoteringen zijn niet ten dode opgeschreven.

Minister Kamp en bescherming

Nu terug naar minister Kamp's wens tot meer bescherming tegen vijandige overnames. Hij heeft gesugge-

reerd dat een soort dubbelebedenktijdoptie zou moeten worden ingevoerd. Wil je als aandeelhouder een agenda-item opvoeren voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (de AvA) dat van invloed kan zijn op de strategie van het bedrijf, dan zou het bestuur dit mogen afhouden door een bedenktijd van één jaar in te roepen. En ook in het geval dat een vijandige bieder (toch) een bod doet en alle aandelen opkoopt dan zou het bestuur een één jaar bedenktijd mogen invoeren.

Vooropgesteld, (bijna?) niemand wil dat ondernemingen zonder enige vorm van bescherming moeten opereren. Als ondernemingen als warme broodjes over de toonbank kunnen gaan, dan regeert de waan van de dag. Ondernemen vereist mandaat – speelruimte dus. En een foutje of slecht kwartaal moet niet meteen het

einde van de zelfbeschikkingsmacht van een onderneming betekenen. Enige bescherming is dus wenselijk. Zoals het speciale mei/juni nummer van dit blad al liet zien, er bestaan al verschillende vormen van bescherming tegen vijandige overnames. De vraag is dan, is meer per definitie beter?

Ongetwijfeld is het antwoord ontkennend. Niet preterende bestuurders (en RvCs) moeten kunnen worden gecorrigeerd. Het bestuur van ondernemingen is verre van onfeilbaar, en er kunnen ook eigen belangen spelen die niet bepaald samenvallen met het belang van de vennootschap. Dus bescherming ten koste van alles kan niet het antwoord zijn. Ook hier geldt, bescherming creëert dinosaurussen en die hebben niet het eeuwige leven... ■

Noten

■ Zie bijvoorbeeld, "Larry Summers: Corporate profits are near record highs. Here is why that is a problem", Washington Post, March 30, 2016.

Literatuur

- Bernstein, S. (2015). Does going public affect innovation? *Journal of Finance*, 70(4): 1365-1403.
- Boot, A.W.A., & Vladimirov, V. (2017). Coordination with public and private ownership, and innovation. SSRN working paper 2997354, July.
- Jensen, M. C. (1989). The eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5): 61-74.