



HET WORDT TIJD OM DE BEURSGENOTEERDE ONDERNEMING TE VERVANGEN

Roger Martin

STRATEGIE

Alleen al de statistiek over de beursgenoteerde onderneming laat zien dat dit model op zijn retour is. Maar er zijn ook zwaarwegende redenen om naar een alternatief te kijken. De beursgenoteerde onderneming voldoet namelijk niet langer voor diegenen die er bij uitstek belang bij hebben. Pleidooi voor een ander model dat echt is gericht op de lange termijn.

De beursgenoteerde onderneming, bestuurd door professionele managers uit naam van een brede schare aandeelhouders, is inmiddels al een eeuw de dominante structuur in het bedrijfsleven. Dit model kwam op na de crisis van de jaren dertig omdat het een goede manier was om onder particulieren kapitaal op te halen voor productieve initiatieven. Tegen de jaren zestig hadden particuliere beleggers ruim tachtig procent van het aandelenkapitaal in het (Amerikaanse) bedrijfsleven in handen. Met dit model konden managers zich toeleunen op de groei en winstgevendheid van de onderneming op de lange termijn. Dat deden ze uit naam en ten behoeve van de vele particulieren die aandelen bezaten in hun onderneming.

In de afgelopen veertig jaar is het model van de beursgenoteerde onderneming echter steeds meer ter discussie komen te staan. Critici wijzen daarbij op de ontwikkelingen in de kapitaalmarkten. Daar worden effecten tegenwoordig voortdurend in grote volumes verhandeld. Topmanagers worden daardoor steeds meer gestimuleerd om te sturen op korte-termijnsresultaat – het ene oog gretig gericht op hun eigen aan-

delenopties, het andere angstvallig turend naar activistische hedgefondsen. Of de critici nu gelijk hebben of niet, iets gaat er niet goed:

- Het aantal beursgenoteerde ondernemingen is in de Verenigde Staten tussen 1997 en 2015 gehalveerd.
- In de S&P 1500 is het aantal ondernemingen met een dominante grootaandeelhouder of een dominante groep aandeelhouders in de periode 2002-2012 met 31 procent gestegen.
- Het aantal ondernemingen met aandelen die meer dan slechts één stem in de aandeelhoudersvergadering vertegenwoordigen, is in de S&P 500 tussen 2007 en 2017 met 140 procent gestegen.

In dit artikel schets ik de teloorgang van de beursgenoteerde onderneming. Ook zal ik uitleggen waarom dat model niet langer voldoet aan de primaire behoeften van cruciale belanghebbende partijen. Tot slot zal ik een nieuw model presenteren, waarvan ik denk dat het de beursgenoteerde onderneming als dominante structuur in het bedrijfsleven zou kunnen vervangen.

Het moment waarop het tij zich tegen de beursgenoteerde onderneming begon te keren, ligt vermoedelijk in de tweede helft van de jaren zeventig van de afgelopen eeuw. Een belangrijke mijlpaal was een artikel uit 1976 in het *Journal of Financial Economics* van Michael C. Jensen en William H. Meckling onder de titel 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure' (Jensen & Meckling, 1976).¹

In dit artikel betoogden Jensen & Meckling dat de professionele manager niet de best denkbare 'agent' is om de onderneming te besturen uit naam van de aandeelhouders. Want, zo hun betoog, als die managers vrijelijk hun gang kunnen gaan, dan zullen ze niet proberen het belang van de aandeelhouder zo goed mogelijk te dienen, maar hun eigenbelang. De oplossing voor dat probleem werd vervolgens vooral gezocht in beloning in de vorm van aandelen (Jensen & Murphy, 1990). Dat idee, en de achterliggende gedachte dat de aandeelhouder de belangrijkste belanghebbende van de onderneming is, leidde in de decennia die volgden tot een ware explosie in de aandelen- en optieprogramma's voor managers.

Helaas zijn er, zoals ik elders heb betoogd (zie Martin, 2010), weinig aanwijzingen dat ondernemingen daardoor wezenlijk beter zijn gaan presteren. Dat komt deels door de revolutie in het denken over aandeelhouderswaarde die mede door Jensen & Meckling op gang werd gebracht. Die had namelijk het onbedoelde gevolg dat topmanagers zich gingen concentreren op kortstondige bewegingen in de aandelenkoersen van hun onderneming in plaats van de waardecreatie op de lange termijn. CEO's zochten steeds vaker het contact met beleggers en de analisten naar wier adviezen de beleggers kijken. Om aan te tonen hoe goed hun strategie wel niet was, benadrukten ze daarbij hoeveel aandeelhouderswaarde ze hadden gecreëerd sinds het laatste contact. Tegelijkertijd gingen grote, professioneel beheerde be-

leggingsinstellingen, aangespoord door de dalende transactiekosten en nieuwe vormen van portefeuillebeheer, actiever handelen in aandelen.

De effecten van deze trends werden nog eens extra versterkt door de opkomst van de 'corporate raiders' begin jaren tachtig van de afgelopen eeuw. Door hun activistische opstelling tegenover beursgenoteerde bedrijven werden topmanagers extra gestimuleerd om de koers van het eigen aandeel scherp in de gaten te houden. Deden ze dat niet, dan riskeerden ze een vijandige overname. Die kon hen zelf de kop kosten, en de onderneming werd dan wellicht in stukken gehakt om er zoveel mogelijk waarde uit te halen. Een bekend voorbeeld daarvan is Trans World Airlines na de overname in 1985 door Carl Icahn. Tegenwoordig hebben ondernemingen te maken met activis-

tische hedgefondsen. Die volgen het voorbeeld van overnemers als Icahn maar hebben veel meer kapitaal tot hun beschikking.

De vraag of een onderneming goed of slecht presteerde, werd vanaf 1980 eenduidig in beeld gebracht. Dat jaar werd de dienst 'First Call' gelanceerd. Die verzamelde alle prognoses van analisten en gaf op basis daarvan een 'consensusprognose' af voor het

eerstvolgende kwartaalresultaat (omzet en winst) van ondernemingen. Als topmanagement weet je dan wel waar je aan toe bent: als jouw onderneming die consensusprognose niet haalt, dan krijgt het aandeel klappen op de beurs en loop je een extra groot risico op een vijandige overname. Voor het topmanagement is dat alle reden om die consensusverwachting over het kwartaalresultaat te halen. Desnoods worden daar doelstellingen op langere termijn voor opgeofferd. Uit onderzoek blijkt ook dat men deze afweging wel degelijk maakt. Wat heet, er kan zelfs fraude voor worden gepleegd. In de jaren direct na de millenniumwisseling waren topmanagers die de aandelenkoers van hun onderneming wilden opkrikken verantwoordelijk voor boekhoudschandalen zonder weerga: denk aan Enron in 2001 en Adelphia, Global Crossing, WorldCom en Tyco in 2002.

DE POGING HET 'AGENCY'-PROBLEEM OP TE LOSSEN VIA DE BELONING LEIDDE TOT EEN EXPLOSI IN DE AANDELEN- EN OPTIEPROGRAMMA'S VOOR MANAGERS

HET FALEN VAN DE BEURSGENOTEERDE ONDERNEMING

Er zijn pogingen ondernomen om het bestuur van beursgenoteerde ondernemingen te verbeteren. Een voorbeeld daarvan in de Verenigde Staten is de wet Sarbanes-Oxley uit 2002.² Daarmee werden nieuwe regels ingevoerd voor de onafhankelijkheid van bestuurders en werden eisen gesteld aan de financiële deskundigheid van besturen om verdere boekhoudschandalen te voorkomen. CEO's en CFO's werden persoonlijk aansprakelijk gesteld voor de jaarrekening. Beursanalisten werden verplicht om belangenconflicten te melden en inzicht te geven in hun adviezen om effecten te kopen, te houden of te verkopen. Daarmee wordt echter de kern van het probleem niet aangepakt. Dat is namelijk dat beursgenoteerde ondernemingen niet langer de belangen dienen van hun belangrijkste aandeelhouders – de pensioenbeleggers – of het belangrijkste deel van hun personeelsbestand: de kenniswerkers.

Pensioenbeleggers

Peter Drucker had, zoals gewoonlijk, gelijk toen hij in 1976 voorspelde dat pensioenfondsen een steeds prominenter rol zouden gaan spelen. De werknemers zouden de productiemiddelen in handen krijgen – niet door een gewelddadige opstand van het proletariaat, maar doordat de pensioenfondsen hun pensioenvermogen belegden in aandelen. Mensen die sparen voor hun pensioen vormen vandaag de dag de grootste groep beleggers.

Deze beleggers hanteren doorgaans een langetermijnperspectief van twintig, dertig of veertig jaar. De pensioenregelingen met vaste uitkeringen (*defined benefit*) zijn ook strikt aansprakelijk voor de vastgestelde pensioenuitkeringen (net als de levensverzekeraars, waarvan de belangen in grote lijnen overeenkomen met die van dergelijke regelingen). Die aansprakelijkheid geldt niet voor pensioenregelingen waarbij alleen de inleg maar niet de uitkering bekend is (*defined contribution*), zoals 401(k)'s en IRA's.³ Dat neemt niet weg dat ook de beheerders van dergelijke oudedagvoorzie-

ningen proberen een zo hoog mogelijke rendement op de lange termijn te behalen. Zij willen hun deelnemers immers een zo hoog mogelijk pensioeninkomen kunnen bieden.

Al dat spaargeld voor de oude dag kan worden belegd in langlopende obligaties, in onroerend goed en in infrastructuur. En dat gebeurt ook. Om echter het benodigde rendement te kunnen behalen, zal er ook moeten worden belegd in aandelen. Die leveren doorgaans het hoogste rendement op.

Zoals de zaken er nu voor staan, liggen de prestatieprikkels voor het topmanagement echter duidelijk niet in lijn met de behoefte van beleggers aan waardecreatie op de lange termijn. Bovendien hebben de beleggers voor het merendeel niet de macht om hier iets aan te veranderen. Op zich lijkt dat vreemd. Gro-

te instellingen als BlackRock, Fidelity, State Street en de grote pensioenfondsen beheren kolossale vermogens. Dan zou je denken dat zij het topmanagement van bedrijven ook wel kunnen dwingen om te handelen in het belang van hun klanten. Sommige proberen dat ook wel (Baer & Lim, 2018). Hun mogelijkheden daartoe zijn echter

beperkt. De grote fondsen zijn namelijk zo groot dat ze het toevertrouwde kapitaal in zowat de hele markt hebben belegd. Dat heeft twee consequenties. Ten eerste zijn de grote instellingen daardoor beperkt in de mate waarin ze één enkel bedrijf kunnen 'straffen'. Als zij hun belang in dat ene bedrijf namelijk van de hand doen, met als gevolg dat de koers van het aandeel daalt, dan scheppen ze daarmee de kans op een *leveraged buy-out*⁴ of een overname door een activistisch hedgefonds.

Ten tweede hebben grote, gediversifieerde pensioen/beleggingsfondsen geen enkele prikkel om ervoor te zorgen dat één bepaald bedrijf het bijzonder goed doet. Zij hebben namelijk ook belegd in alle concurrenten van zo'n onderneming. Als één onderneming dan uitstekende prestaties neerzet, dan gaat dat ten koste van haar concurrenten en hun aandelenkoersen. Neem een institutionele belegger die geld heeft gestoken in Kimberly-Clark, fabrikant van onder andere de

PETER DRUCKER
VOORSPELDE AL IN 1976
DAT PENSIOENFONDSEN
EEN STEEDS
PROMINENTERE ROL
Zouden GAAN SPELEN

wegwerpluier *Huggies*. Stel nu dat Kimberly-Clark met een fantastische innovatie voor *Huggies* marktaandeel veroverd op de wegwerpluier *Pampers* van Procter & Gamble (P&G). Dat zou die belegger toejuichen, zou je denken. Maar diezelfde institutionele belegger heeft waarschijnlijk ook stevig geld gestoken in P&G. De koerswinst voor Kimberly-Clark wordt dan in de portefeuille van de belegger te niet gedaan door een verlies op het aandeel P&G.

Kortom, institutionele beleggers hebben de mogelijkheid noch de prikkel om het topmanagement van ondernemingen tot de orde te roepen, ondernemingen te beschermen tegen roofzuchtige hedgefondsen, of ondernemingen zelfs maar aan te moedigen om uit alle macht te concurreren.

Kenniswerkers

In 1959, bijna twee decennia voordat hij zijn voorspelling deed over de pensioenfondsen, wees Peter Drucker de wereld ook al op de komst van een nieuw soort werknemer: de kenniswerker. In plaats van de spieren in hun armen, benen en rug zouden deze werknemers de spieren tussen hun oren gaan gebruiken. Hij waarschuwde dat de kenniswerkers kieskeuriger zouden zijn over de aard van hun werk omdat het in en door hun geest wordt gedaan. Zij zijn hun werk.

Daarmee raken we de kern van het probleem met de beursgenoteerde onderneming. De kenniswerkers, die bij uitstek bepalend zijn voor de waarde van een onderneming, worden geacht te werken voor de aandeelhouders. Dat betekent dat zij veren moeten laten wanneer de onderneming probeert haar kwartaal-doelstellingen te halen. Wanneer activistische hedgefondsen om de onderneming cirkelen, wordt van de kenniswerkers verwacht dat zij lijdzaam toezien hoe vrienden en collega's in het hele bedrijf worden ontslagen zodat het topmanagement de winst kan opschroeven.

Wie zijn de aandeelhouders van de onderneming? In het aandelenregister zal men namen tegenkomen als BlackRock, Fidelity, State Street en Vanguard. Dat zijn echter fiduciaire instellingen die beleggen

uit naam van de daadwerkelijke aandeelhouders. Hetzelfde geldt voor pensioenfondsen als CalPERS, New York State Common Retirement Fund en het Teacher Retirement System of Texas. En ook voor activistische beleggers als Pershing Square, Third Point en ValueAct Capital. Al deze instellingen bij elkaar vertegenwoordigen samen tachtig procent van degenen die geacht worden de aandeelhouders te zijn. Die eigenlijke aandeelhouders praten echter niet met de bedrijven waar ze de mede-eigenaar van zijn. Wat heet, ze weten misschien niet eens dat hun geld erin is belegd.

Ziedaar het dominante model: de werknemers spannen zich in voor topmanagers van wie het financiële welzijn wordt bepaald door de koers van het aandeel, uit naam van eigenaren die niemand kent. Geen wonder dat volgens de Gallup-enquête van 2020 slechts 31 procent van de werknemers betrokken is bij het werk, dat 54 procent niet betrokken is, en dat 14 procent mentaal zelfs al ontslag heeft genomen. Peter Drucker zou die percentages waarschijnlijk hebben voorspeld als hij had geweten in wat voor een omgeving zijn kenniswerkers zouden werken. De hedendaagse beursgenoteerde onderneming is voor hen een vreselijke werkplek geworden.

Wat zou daarvoor in de plaats kunnen komen?

EEN NIEUW MODEL

Het voor de hand liggende alternatief voor de beursgenoteerde onderneming lijkt op het eerste gezicht *private equity* te zijn: niet beursgenoteerd bedrijfseigendom. Sinds 2002 is de netto vermogenswaarde (*net asset value*) van *private equity* meer dan verzevenvoudigd – twee keer zoveel als de waarde van openbaar verhandelde aandelen. Die groei is voor een groot deel gevoed door de grote pensioenfondsen; dat zijn inmiddels de grootste beleggers in *private equity*. Michael Jensen, opnieuw hij, voorspelde de groei van *private equity* in 1989 in zijn provocerende artikel in de *Harvard Business Review* getiteld 'Eclipse of the Public Corporation' [de ondergang van de beursgeno-

DE PRESTATIEPRIKKELS
VOOR HET
TOPMANAGEMENT
SLUITEN NIET AAN
BIJ DE BEHOEFTE
VAN BELEGGER AAN
WAARDECREATIE OP DE
LANGE TERMIJN

teerde onderneming] (Jensen, 1989). De geschiedenis heeft hem gelijk gegeven.

Private equity (PE) is echter geen alternatief voor de beursgenoteerde onderneming. De beursgenoteerde onderneming is namelijk juist een voorwaarde voor *private equity*. Partijen die geld steken in *private equity* verwachten na vijf tot zeven jaar hun rendement te realiseren. Dat betekent dat PE-fondsen de bedrijven die ze hebben gekocht binnen die periode weer van de hand moeten doen. Hoe? Door ze opnieuw naar de beurs te brengen of te verkopen aan een beursgenoteerde onderneming. Die 'exit'-routes (vooral een beursgang) zijn de laatste tijd echter niet meer zo gemakkelijk te doen. Een groeiende trend is dan ook dat PE-fondsen bedrijven verkopen aan andere PE-fondsen. Daarmee is natuurlijk niet gezegd dat de onderneming niet uiteindelijk toch weer op de beurs belandt. De beursgang schuift men alleen voor zich uit.

De recente geschiedenis van Dell biedt een treffende illustratie van dit 'PE-model'. In 2013 haalden oprichter Michael Dell en PE-firma Silver Lake Partners het bedrijf voor bijna 25 miljard dollar van de beurs. Zij vonden namelijk dat Dell zich als beursgenoteerde onderneming niet kon omvormen van een fabrikant van personal computers – een bulkproduct – tot een zakelijk dienstverlener. Eenmaal in particuliere handen wist Dell de beoogde koerswijziging tot stand te brengen met de overname van EMC, dat een waardevol belang had in de *cloud computing*-provider VMware. Na vijf jaar werd het nieuwe Dell weer naar de beurs gebracht, waarbij het bedrijf werd gewaardeerd op zeventig miljard dollar. De pensioenfondsen die in 2013 voor 25 miljard dollar waren uitgekocht, konden het bedrijf nu terugkopen voor zeventig miljard. De particuliere beleggers die Dell in 2013 van de beurs hadden gehaald, boekten een winst van 45 miljard. Een van hen was Michael Dell zelf, die er volgens sommige schattingen 28 miljard dollar beter van werd.

Zonder beursgenoteerde ondernemingen en kapitaalmarkten waar PE-fondsen hun investeringen terug kunnen verdienen, zou zo'n transactie niet mogelijk zijn en zouden PE-fondsen niet bestaan. Dat

INSTITUTIONELE BELEGGER HEBBEN GEEN PRIKKEL OM BEDRIJVEN TE DWINGEN ZICH TE RICHTEN OP DE LANGE TERMIJN

betekent dat *private equity* niet het nieuwe model is.

Wat zou er dan wel in de plaats kunnen komen van de beursgenoteerde onderneming? Laten we daarvoor eens bekijken hoe er tegemoet kan worden gekomen aan de behoeften van de kenniswerkers en de pensioenbeleggers – de cruciale

scheppers respectievelijk de begunstigden van duurzame waarde. Om aan hun behoeften te voldoen, moet een nieuw model een antwoord bieden op het fundamentele bestuurlijke probleem van ondernemingen met gespreid aandeelhouderschap. Namelijk, dat de prestatieprikkels voor de CEO in strijd zijn met de langetermijnbelangen van die belanghebbende partijen (*stakeholders*). Bovendien moet dat nieuwe model het moeilijker maken voor activistische hedgefondsen om ten koste van die belanghebbenden financieel voordeel te behalen.

De beste kandidaat om de beursgenoteerde onderneming op te volgen is volgens mij een entiteit die ik de 'lange-termijnonderneming' (*long-term enterprise*, LTE) zou willen noemen. Dit is een particuliere onderneming waarvan het eigendom beperkt blijft tot die partijen die bij uitstek belang hebben bij waardecreatie op de lange termijn: de pensioenbeleggers en de werknemers. Dat zou als volgt kunnen werken. Een bestaand of specifiek voor dit doel gecreëerd aandelenplan voor werknemers (*employee stock ownership plan*, ESOP) vormt een pact met één of meer pensioenfondsen. Samen nemen deze partijen de onderneming over en halen haar van de beurs. Het bestuur van de onderneming zou dan voortaan gericht zijn op echte lange-termijnprestaties, en niet op kortstondige koerseffecten op de beurs. Het aandeel wordt dan immers niet langer in het openbaar verhandeld. Andere partijen die beleggen met het oog op de lange termijn zouden dit model ook aantrekkelijk kunnen vinden. BlackRock, Fidelity en State Street, bijvoorbeeld, zouden vehikels kunnen creëren waarin zowel hun IRA-beleggers als ESOP's geld kunnen steken.

Laten we eens bekijken wat dit model zou betekenen voor de belangrijkste *stakeholders*.

Pensioenbeleggers

Het model is bij deze beleggers niet geheel onbekend. Twee van de drie grootste Canadese pensioenfondsen (die ook tot de top-20 van de wereld behoren) hebben grote Canadese bedrijven in vastgoedontwikkeling van de beurs gehaald. Het in Quebec gevestigde pensioenfonds CDPQ haalde in 1990 Ivanhoé van de beurs, en in 2000 Cambridge Shopping Centres. Vervolgens werden die twee vastgoedbedrijven samengevoegd tot een volledig private vastgoedereus. Het Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP) haalde, ook in 2000, een andere grote vastgoedonderneming van de beurs: Cadillac Fairview. Dit waren geen typische PE-transacties. De beleggers waren er niet op uit om de bedrijven naar een hoger prestatieniveau te tillen om ze vervolgens na een jaar of vijf weer naar de beurs te brengen. Het doel was een stabiel rendement op de lange termijn.

Toegegeven, dit waren overnames in één enkele branche: zakelijk vastgoed. Het ging hier niet om klassieke producenten van consumentenartikelen of ondernemingen in de maakindustrie, waar pensioenfondsen veel in beleggen. Om de LTE tot het dominante eigendomsmodel te maken, zouden pensioenfondsen en andere pensioenbeleggers dan ook meer verschillende ondernemingen moeten durven overnemen. De animo daarvoor lijkt er te zijn: in 2019 haalde het grootste Canadese pensioenfonds (CPPIB) een bedrijf in alternatieve energie (Pattern Energy) van de beurs voor 6,1 miljard Amerikaanse dollars.

Deze aanpak volgt het voorbeeld van 's werelds beroemdste investeerder, Warren Buffett. Die is vooral bekend om de bijzonder grote belangen (van vijftien miljard dollar of meer) die hij neemt in beursgenoteerde ondernemingen als Apple, Bank of America, Coca-Cola, Amex en Wells Fargo. Die investeringen vertegenwoordigen echter nog niet de helft van de marktkapitalisatie van Berkshire Hathaway van 313 miljard dollar (op het moment dat ik dit schrijf). Buffett heeft meer geld zitten in volledig private bedrijven, zoals GEICO, Burlington Northern Santa Fe, Dairy Queen, Fruit of the Loom, Lubrizol

en Duracell. Het meest waardevolle onderdeel van de portefeuille is waarschijnlijk GEICO, dat een waarde vertegenwoordigt van zo'n vijftig miljard dollar. De meest intrigerende belegging van Buffett, echter, is misschien wel Burlington Northern Santa Fe, de moedermaatschappij van BNSF Railway, de grootste spoorwegmaatschappij van de Verenigde Staten. In 2009 verwierf Berkshire Hathaway voor 26 miljard dollar de 77,4 procent van BNSF die het nog niet bezat. Daarmee vertegenwoordigde dit belang per saldo (inclusief de verworven schuld) een waarde van 44 miljard dollar. De uitgesproken bedoeling van de aankoop: de spoorwegmaatschappij privé exploiteren – voor altijd.

Het is niet verwonderlijk dat Buffett als eerste een kans signaleert. Daar heeft hij zijn carrière van gemaakt. Hij geeft de voorkeur aan geconcentreerd en gericht eigendom, kijkt naar de lange termijn, en zorgt ervoor dat het topmanagement zich laat leiden door waardevermeerdering en niet door koersfluctuaties op de beurs. Zo behoedt hij de bedrijven en hun management voor activistische hedgefondsen, aandelenanalisten en handelaren: de marktpartijen die aandringen op kortetermijnwinst.

Kenniswerkers

Werken bij een bedrijf dat volledig in handen is van Berkshire Hathaway heeft veel aantrekkelijke kanten voor de werknemers. Zij weten voor wie ze werken: aandeelhouders van wie bekend is dat ze hun belang heel lang aanhouden. Het is echter niet voldoende om enkel je aandeelhouders te kennen. In de moderne economie moeten belangrijke medewerkers zelf ook een langdurig belang hebben bij het bedrijf waarvoor ze werken. Zoals we hebben gezien, leiden aandelenopties echter niet tot een dergelijke, aanhoudende betrokkenheid. Vandaar het genoemde aandelenplan (ESOP) voor de werknemers.

Grote ondernemingen die volledig in handen zijn van ESOP-deelnemers presteren opmerkelijk goed. Een voorbeeld daarvan is de (Amerikaanse) supermarktketen Publix Super Markets, waarvan het eigendom volledig in handen is van een ESOP. Met een omzet van 36

PRIVATE EQUITY
(PE) BIEDT GEEN
ALTERNATIEF VOOR DE
BEURSGENOTEERDE
ONDERNEMING

miljard dollar staat Publix op de 87e plaats in de Fortune 500. Afgemeten aan de personeelsomvang is het bedrijf de 29e werkgever in de Amerikaanse particuliere sector. Misschien wel het meest indrukwekkend is dat de keten onder het Amerikaanse winkeland publiek de hoogste tevredenheidsscore haalt. Andere grote (Amerikaanse) supermarktketens met ESOP's zijn WinCo Foods, Brookshire Brothers en Metcash, de moedermaatschappij van IGA. Voorbeelden buiten de (Amerikaanse) detailhandel zijn W.L. Gore & Associates, de beroemde fabrikant van Gore-Tex; Graybar, een vooraanstaande distributiemaatschappij van elektrische, communicatie- en datanetwerkproducten; en Gensler, gemeten naar de omzet [al jarenlang⁵] het grootste Amerikaanse architectenbureau.

Zoals deze lijst suggereert, zijn veel grote bedrijven met ESOP's actief in de detailhandel, waar de directe interactie tussen klant en werknemer doorslaggevend is voor het succes. Of het gaat om bedrijven met veel professionals, zoals architecten-, ingenieurs- en adviesbureaus. Zij zijn doorgaans innovatief en zeer concurrerend.

Er is weinig tot geen nieuwe regelgeving voor nodig om op grote schaal ESOP's op te zetten. Er bestaat al een sterke infrastructuur om de belangen van de bij een ESOP ingeschreven individuele werknemers te beschermen. (Een ESOP moet niet worden verward met een pensioenregeling voor werknemers. Het spaargeld in een pensioenregeling dient niet volledig, en zelfs niet voor het merendeel, te worden belegd in bedrijfsaandelen. Een ESOP is eerder een manier om werknemers te motiveren om waarde te creëren en hen daarvoor te belonen.) De aandelen zijn na zes jaar dienstbetrekking formeel eigendom van de medewerker,⁶ en het aandelenprogramma (de ESOP) moet de reële waarde van het aandeel jaarlijks door een derde partij laten vaststellen. Dan kan het aandelenprogramma de aandelen namelijk voor een eerlijke prijs terugkopen van een werknemer wanneer die vertrekt. Op deze manier profiteert de werknemer net als bij een beursnotering van de waardevermeerdering van de

onderneming. De werknemer die met pensioen gaat, profiteert op dezelfde manier en kan de opbrengst desgewenst tegen gunstige belastingvoorwaarden in de eigen pensioenvoorziening storten.

Het is verrassend dat er niet veel meer aandelenprogramma's voor medewerkers zijn. Een dominant model vervangt je echter niet zomaar even. De beursgenoteerde onderneming is de norm, de veilige keuze. Bankiers, juristen en accountants kunnen de structuur ervan met hun ogen dicht uittekenen, terwijl maar weinigen van hen zijn gespecialiseerd in het opzetten van ESOP's. Bovendien is er niet zo snel iemand, of een kleine groep, met een sterke motivatie om zich in te zetten voor een ESOP-aanpak. Wanneer een onderneming naar de beurs gaat, verdienen

doorgaans een paar partijen daar heel veel geld mee: de oprichters en de eerste *angel*- of durfinvesteers. Bij een ESOP, daarentegen, kan het voor alle werknemers gaan om een nuttig maar bescheiden bedrag. Medewerkers die zo'n aandelenprogramma zouden willen lanceren, zullen moeten uitleggen waarom zij een andere weg willen inslaan. Bovendien zal er geen leger adviseurs klaar staan om hen te helpen. Zowel werknemers als aandeelhouders, en de hele samenleving, zouden echter beter af zijn indien ESOP's op grotere schaal werden ingezet.

Kortom, het model dat ik bepleit zou voldoen aan de primaire behoeften van zowel de pensioenbeleggers als de kenniswerkers, zonder dat het ten koste gaat van de voordelen die de structuur van een beursgenoteerde onderneming biedt. Lange-termijnondernemingen (LTE's) kunnen helpen pensioenkapitaal te kanaliseren naar beleggingen die naar verwachting over twintig of dertig jaar aantrekkelijke rendementen opleveren. Ook worden de werknemers in dynamische, kennisintensieve industrieën erdoor gemotiveerd om de voor die rendementen benodigde waarde te creëren.

De voorstanders van het huidige model stellen dat de beurs een bijzonder effectief mechanisme is om informatie over waarde bij elkaar te brengen en te

WARREN BUFFETT KIJKT NAAR DE LANGE TERMIJN EN ZORGT ERVOOR DAT HET TOPMANAGEMENT ZICH LAAT LEIDEN DOOR WAARDE- VERMEERDERING

verwerken, en ook om contant geld in beleggingen te steken en er weer uit te halen. Daarom was de beursgenoteerde onderneming ook lange tijd zo'n succesvol model.

De beursgenoteerde onderneming is echter niet langer evident de beste manier om reële waarde te bepalen. De besluitvorming van bedrijven wordt tegenwoordig sterk gedomineerd door korte-termijnfactoren. Ook zijn er allerlei beleggers actief die handelen met het oog op de korte termijn. Daardoor vormt de beurskoers tegenwoordig een minder betrouwbare afspiegeling van de waarde van een onderneming dan voorheen. Tegelijkertijd is er inmiddels veel meer informatie online beschikbaar en worden modelmatige analyses steeds verder verfijnd. Daardoor lukt het steeds beter om bedrijven te waarderen buiten de beurs om.

De beursgenoteerde onderneming en de kapitaalmarkt zullen niet uitsterven. Niet alle beleggers hanteren een langetermijnperspectief. In veel sectoren kan het bovendien moeilijk, zo niet onmogelijk, zijn om zich naar de lange termijn te richten. De beurs vormt echter in toenemende mate een belemmering in plaats van een stimulans voor waardecreatie op de lange termijn. Daardoor vermindert het aantal beleggingsmogelijkheden voor mensen die voor hun oude dag sparen. Ook verliezen degenen die nu juist bij uitstek waarde creëren in een onderneming er hun motivatie door. Met het model dat ik hier voorstel, zijn de belangen van juist deze cruciale groepen belanghebbenden beter gediend.

Noten

1. Een mogelijke vertaling van de titel van het artikel van Jensen & Meckling (1976) zou kunnen luiden: 'Beleid en kosten van het topmanagement in het licht van de eigendomsstructuur van de onderneming.' (Noot vert.)
2. In Nederland hebben achtereenvolgens de commissies Peters (1997), Tabaksblat (2003), Frijns (2008) en Van Manen (2016) zich gebogen over de 'corporate governance', met ingang van 1.1.2004 leidend tot achtereenvolgende verplichte gedragscodes voor beursgenoteerde bedrijven die moe(s)ten zorgen voor transparantie in de jaarrekening, een betere verantwoording aan de Raad van Commissarissen, en bescherming en uitbreiding van de zeggenschap van aandeelhouders.

(Noot vert.)

3. 401(k): pensioenplan in de VS aangeboden door de werkgever, waarbij zowel werkgever als werknemer inleggen. IRA: Individual Retirement Account, ofwel een persoonlijke beleggingsrekening in de VS voor pensioendoeleinden waar de verzekerde tot een zeker maximum per jaar belastingvrij geld op mag storten. Bron: meestermoney.nl. (Noot vert.)
4. *Leveraged buyout*: overname met geleend geld waarbij het over te nemen bedrijf zelf als onderpand dient. (Noot vert.)
5. <https://www.architecturalrecord.com/articles/14775-top-300-us-architecture-firms-of-2020> (Noot vert.)
6. Bij een aandelenprogramma als hier bedoeld geldt veelal dat de medewerker eerst een bepaalde periode bij de onderneming in dienst moet zijn voordat de aandelen formeel zijn/haar eigendom worden. (Noot vert.)

Literatuur

- Baer, J. & D. Lim (2018). Mutual Fund Managers Try a New Role: Activist Investor Portfolio managers increasingly are taking on corporate executives with their demands for change. *The Wall Street Journal*, 30 december.
- Jensen, M.C. (1989). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 67/9-10, september-oktober.
- Jensen, M.C. & K.J. Murphy (1990). CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How. *Harvard Business Review*, 68/3, mei-juni, pp. 138-49.
- Jensen, M.C. & W.H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3/4, oktober, pp. 305-360.
- Martin, R.L. (2010). The Age of Customer Capitalism. *Harvard Business Review*, 88/1-2, januari-februari.

Over de auteur

R.L. Martin is voormalig decaan van de Rotman School of Management aan de Universiteit van Toronto en strategisch adviseur van CEO's. Hij is de auteur van *When More Is Not Better: Overcoming America's Obsession with Economic Efficiency* (Harvard Business Review Press, 2020) en medeauteur van *Playing to Win: How Strategy Really Works* (Harvard Business Review Press, 2013).

Translated and reprinted by permission of Harvard Business Review. This article was originally published under the English title 'It's Time to Replace the Public Corporation', by Roger L. Martin, in the January-February 2021 Issue of the Harvard Business Review, vol. 99, issue 1-2. © 2021 Harvard Business School Publishing Corp. (Distributed by The New York Times Syndicate); all rights reserved. This translation, © 2021 Harvard Business School Publishing Corp. (Distributed by The New York Times Syndicate). Vertaling: Raymond Gijsen.