

The corporate paradox : economic realities of the corporate form of organization

Citation for published version (APA):

Cortenraad, W. H. F. M. (1999). *The corporate paradox : economic realities of the corporate form of organization*. [Doctoral Thesis, Maastricht University]. Universiteit Maastricht. <https://doi.org/10.26481/dis.19991208wc>

Document status and date:

Published: 01/01/1999

DOI:

[10.26481/dis.19991208wc](https://doi.org/10.26481/dis.19991208wc)

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.umlib.nl/taverne-license

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

repository@maastrichtuniversity.nl

providing details and we will investigate your claim.

Summary in Dutch

“THE CORPORATE PARADOX” onderzoekt de relatie tussen de vennootschap met rechtspersoonlijkheid als organisatievorm en de onderneming die met haar is verbonden. Hierbij is vooral gekeken naar de vennootschap waarvan het aandelenbezit over meerdere aandeelhouders is gespreid en waarvan de aandelen ter beurse zijn genoteerd of incourant worden verhandeld (aangeduid als de “publicly held corporation”). Deze vennootschap is gedefinieerd aan de hand van haar vier wezenskenmerken: rechtspersoonlijkheid, verdeling van ondernemingskapitaal in overdraagbare aandelen, beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders, en het bestaan van een organisatorische scheiding tussen (de functies van) bestuur van de onderneming en deelneming in het kapitaal ervan.

“The Corporate Paradox” beoogt te inventariseren welke economische factoren verantwoordelijk kunnen worden gehouden voor het ontstaan (en het gebruik) van de vennootschap met haar hierboven vermelde kenmerken (verder de “vennootschap”) als methode van (bedrijfs)organisatie, en hoe deze organisatievorm zich verhoudt tot het functioneren van de onderneming en de individuen die deze controleren (in het bijzonder managers en aandeelhouders). Het is er, met andere woorden, om te doen de economische grondslagen van de vennootschap en de repercussies van de vennootschappelijke organisatiestructuur voor de daarmee verbonden onderneming, nader in kaart te brengen.

De gevolgde onderzoeksmethode is die van de neo-klassieke economische analyse, waarbij individueel en institutioneel gedrag wordt verklaard aan de hand van maximalisatiepremissen en alternatieve keuzemogelijkheden en door identificatie van marktmechanismen waardoor keuzegedrag wordt beïnvloed. Hierbij is gebruik gemaakt van inzichten en concepten uit economische theorieën met betrekking tot markten en ondernemingen, waaronder in het bijzonder de transactiekostennotie waarvan Coase [1937; 1960] als de grondlegger geldt.

Het eerste deel van dit boek bespreekt de economische functies van (de onderscheiden karakteristieken van) de vennootschap als organisatievorm. De

vennootschap is allereerst een middel om economische activiteit vorm te geven in ondernemingsverband, dat wil zeggen in een organisatorisch kader waarbinnen de werking van het (markt)prijsmechanisme is uitgeschakeld en de aanwending van schaarse middelen niet wordt beheerst door uitwisselingstransacties gedirigeerd door relatieve prijzen, maar door beslissingen van de ondernemingsleiding. Markt en onderneming vertegenwoordigen alternatieve vormen van economische organisatie – zoals Coase [1937] heeft uiteengezet –, waarbij de onderneming fungeert om de transactiekosten die zijn verbonden aan de werking van het marktmechanisme te vermijden indien (en zolang) de kosten van organisatie van economische activiteit in een onderneming, geringer zijn dan de kosten van het gebruik van de markt. De vennootschap draagt ertoe bij een dergelijke kostenbesparing mogelijk te maken. Haar rol is hiertoe echter niet beperkt.

Alchian en Demsetz [1972] hebben de oorsprong van de transactiekostenreductie bereikbaar door organisatie van economische activiteit in ondernemingsverband, gezocht in het “team”-karakter van de onderneming, waarbij de bijdrage van individuele deelnemers (de “teamleden”) aan het ondernemingsresultaat niet (althans niet eenvoudig) onderscheidbaar is, met belonings- en lijntrekproblemen (“shirking”) als gevolg. In hun theorie kan deze problematiek op effectievere wijze worden bestreden binnen het verband van een onderneming, door een ondernemingsinterne “monitor” die de andere teamleden dirigeert en disciplineert, dan door middel van marktprijzen en -transacties gestuurd door vraag en aanbod. Vanuit dit perspectief kan de “rechtspersoonlijkheid” waarmee de vennootschapsvorm de onderneming toerust, worden beschouwd als de erkenning door het recht van de onderneming als “team”, welke haar in staat stelt als eenheid te voorzien in de behoefte aan een monitor.

De uitgifte van aandelen die de houder aanspraak geven op de door de onderneming behaalde baten nádat de overige teamleden voor hun inbreng zijn gecompenseerd (en die daarmee de “residual claim” op de inkomsten en activa van de onderneming belichamen), strekken ertoe de monitor te motiveren om het teamresultaat te optimaliseren teneinde zo zijn inkomsten als aandeelhouder te vergroten. De overdraagbaarheid van aandelen dient als uitweg uit besluitvormingsproblemen bij verschillen van inzicht waar de functie van monitor over meerdere aandeelhouders is verdeeld, als instrument om opvolgingsproblemen te beperken met instandhouding van de onderneming, en als middel om de adequate vervulling van de monitor-functie op langere termijn te waarborgen, respectievelijk te bevorderen. Deze laatste functie blijkt in het bijzonder waar verhandelbaarheid van aandelen een actieve overnamemarkt (de markt voor “corporate control” c.q.

vennootschappelijk bestuur) mogelijk maakt, die externe, superieure, monitors in staat stelt de monitor-functie te verwerven door aankoop van (een meerderheid van) de aandelen.

De scheiding tussen aandeelhouderschap en bestuur, die delegatie van monitor-bevoegdheden door aandeelhouders behelst, vormt vooreerst een antwoord op hoge kosten van besluitvorming, complexiteit van besluitvormingsprocessen en lijntrekproblemen tussen individuele aandeelhouders die zouden resulteren als een veelheid van aandeelhouder-monitors met de dagelijkse leiding van de onderneming zou zijn belast. Deze scheiding stelt aandeelhouders bovendien in staat gebruik te maken van de diensten van gespecialiseerde managers waar die een hogere opbrengst van de "residual claim" kunnen genereren dan zijzelf, en bevordert aldus specialisatie in bestuurstaken door personen die daarin een comparatief voordeel hebben, ten gunste van de effectiviteit van het bestuur en daarmee de onderneming (het team) als geheel.

De wettelijk beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders die aandeelhouders, na volstorting van de aandelen, ontslaat van aansprakelijkheid met betrekking tot de verplichtingen van de vennootschap, limiteert hun risico indien zij zich zouden onthouden van actieve bemoeienis met de dagelijkse leiding van de onderneming. De regel van beperkte aansprakelijkheid beperkt hierdoor de noodzaak voor individuele aandeelhouders om te participeren in het bestuur van de onderneming, draagt aldus bij aan de beteugeling van besluitvormings- en bestuurskosten en moedigt aandeelhouders aan om gebruik te maken van de diensten van gespecialiseerde, effectievere, managers.

De beperkte aansprakelijkheid-regel beperkt bovendien het nadeel van lijntrekken door individuele aandeelhouder-monitors voor andere aandeelhouders. Beperkte aansprakelijkheid bevordert voorts de verhandelbaarheid van aandelen, de overdraagbaarheid daarvan aan superieure monitors en – hiermee – de werking van de overnamemarkt als middel ter bevordering van effectief ondernemingsbestuur, doordat individuele aandeelhouders onder deze regel, anders dan bij onbeperkte aansprakelijkheid, geen eigen financieel belang hebben bij de vermogenspositie van andere aandeelhouders (waarvan hun aansprakelijkheidsrisico bij onbeperkte aansprakelijkheid mede afhankelijk zou zijn), en doordat hun belang bij de vermogenspositie van de vennootschap zélf is beperkt tot de waarde van hun investering. In beide opzichten reduceert beperkte aansprakelijkheid de prikkels van individuele aandeelhouders tot verwerving van informatie, en hierdoor tevens de transactiekosten (informatiekosten) verband houdende met verwerving en bezit van aandelen, terwijl beperkte aansprakelijkheid

bovendien de behoefte aan overdrachtsrestricties ter beperking van het risico van de achterblijvende aandeelhouders wegneemt.

Niet alleen vanuit het perspectief van het beheer van de onderneming, maar ook vanuit het gezichtspunt van haar behoefte aan kapitaal ter financiering van kapitaalintensieve productieprocessen, verwezenlijking van schaalvoordelen en verwerving van ondernemingsspecifieke productiemiddelen, kunnen de onderscheiden kenmerken van de vennootschapsstructuur worden verklaard. Uitgifte van aandelen stelt de onderneming in staat kapitaal aan te trekken waar haar financieringsbehoefte de middelen van haar oprichter(s) en door de onderneming zelf gegenereerde kasoverschotten overstijgt, en waar haar mogelijkheden tot verkrijging van krediet beperkt of de kosten daarvan prohibitief zijn. Overdraagbaarheid van aandelen stelt aandeelhouders in staat hun investering eenvoudig te gelde te maken, zonder dat de onderneming daartoe behoeft te worden geliquideerd, en biedt hen bescherming tegen verlies van hogere rendementsvooruitzichten elders (zgn. "opportunity losses").

Rechtspersoonlijkheid stelt de vennootschap in staat zelfstandig eigenaar te zijn van de productiemiddelen waarin het bijeengebrachte kapitaal is geïnvesteerd en te dien aanzien rechtshandelingen te verrichten, en bespaart hierdoor transactiekosten (in vergelijking met de situatie waarin de eigendom van productiemiddelen zou hebben te berusten bij individuele investeerders). Rechtspersoonlijkheid vereenvoudigt bovendien het bijhouden van productiemiddelen als één onderneming, bevordert hierdoor de continuïteit van de onderneming en het behoud van "going concern"-waarde, en draagt zo bij aan haar attractiviteit voor investeerders en aldus aan haar vermogen om kapitaal aan te trekken.

De scheiding tussen bestuur en aandeelhouderschap vervolgens bevordert niet alleen het rendement op aandeelhouders' investering door te besparen op besluitvormingskosten en door specialisatievoordelen te benutten, maar stelt aandeelhouders bovendien in staat hun geïnvesteerde vermogen over verschillende ondernemingen te spreiden (diversificatie) en daardoor hun risico te beperken, waardoor (wederom) het aanbod van risicodragend kapitaal wordt gestimuleerd.

Ook de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders kan worden verklaard vanuit het perspectief van de financiering van de onderneming. Dit boek betoogt dat de betekenis van de beperkte aansprakelijkheid-regel in dit verband, eerder dan als tegemoetkoming aan risicomijdende investeerders, hoofdzakelijk moet worden gezocht in een reductie van transactiekosten in kapitaalmarkten (daarbij inbegrepen kredietmarkten), het wegnemen van de behoefte aan beperkingen in de overdraagbaarheid van aandelen aan

verkrijgers met minder vermogen dan de vervreemder en, hierdoor, het vergroten van de liquiditeit van investeringen in aandelen, en tenslotte in het faciliteren van diversificatie als methode voor beperking van investeringsrisico's. In al deze opzichten versterkt de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders waarmee de vennootschap de onderneming toerust, haar vermogen om kapitaal aan te trekken door bevordering van het aanbod, en heeft een neerwaarts effect op de kosten van kapitaalverwerving voor de onderneming.

Het tweede deel van "The Corporate Paradox" bespreekt het belangenconflict tussen aandeelhouders en bestuurders dat gepaard gaat met de organisatorische scheiding tussen aandeelhouderschap (risicodragend kapitaal) en bestuur (management) die is belichaamd in de structuur van de vennootschap. Dit conflict ontstaat waar het belang van aandeelhouders primair is gelegen in maximalisatie van de waarde van hun "residual claim" op de inkomsten en activa van de onderneming, en dat van bestuurders (managers) in maximalisatie van hun persoonlijk nut (welbevinden). Deze belangentegenstelling is verantwoordelijk voor het bestaan van "agency costs": de kosten die zijn gemoeid met het beperken van afwijkingen van het aandeelhoudersbelang, waaronder in het bijzonder de kosten voor aandeelhouders van het observeren en corrigeren van gedragingen van bestuurders, en de kosten van niet-verhinderde afwijkingen van het aandeelhoudersbelang.

Er zijn verschillende economische mechanismen die opereren ter beteugeling van het hierboven genoemde belangenconflict: mededinging in de markten voor producten en productiemiddelen (inclusief kapitaalmarkten), zgn. "incentive" contracten voor managers (waaronder de verlening door de vennootschap van aandelenbonussen en optierechten op aandelen), de overnamemarkt (de markt voor "corporate control") en de arbeidsmarkt voor managers (zowel buiten als binnen de onderneming). Dit boek betoogt dat geen van deze mechanismen evenwel bij machte is om de mogelijkheid dat managers hun particuliere eigenbelang (nutsmaximalisatie) laten prevaleren boven de belangen van de aandeelhouders (waardemaximalisatie), te elimineren.

Mededinging in de markten voor producten en productiemiddelen laat deze mogelijkheid als zodanig onverlet, "incentive" contracten voor managers absorberen niet alleen een gedeelte van de inkomsten van de onderneming (ten laste van de aandeelhouders) maar het effect ervan is bovendien beperkt door, onder meer, de wet van het afnemend grensnut van geld, de werking van de

markten voor "corporate control" en de arbeidsmarkt voor managers is begrensd door de aanwezigheid van betekenisvolle transactiekosten, terwijl de vorming van kasoverschotten matig renderende ondernemingen in staat kan stellen om beter geleide ondernemingen over te nemen waardoor de werking van de overnamemarkt wordt geperverteerd. De aanwezigheid van positieve transactiekosten, gevoegd bij de spreiding van het door individuele aandeelhouders geïnvesteerde vermogen over een veelheid van ondernemingen en hiermee gepaard gaande "incentive"- en lijntrekproblemen aan hun zijde, belemmeren bovendien een actief optreden van aandeelhouders tegen managers die hun belangen verzaken, respectievelijk er niet in slagen de waarde van hun "residual claim" te maximaliseren.

Het bovenstaande wijst op het feilen van private mechanismen (dat wil zeggen, de markt) als middel om het belangenconflict tussen aandeelhouders en bestuurders op te lossen, respectievelijk te overbruggen. Er zijn in beginsel drie wegen waarlangs managers, hiervan uitgaande, kunnen worden gestimuleerd tot een grotere getrouwheid aan het aandeelhoudersbelang: (i) door versterking van marktmechanismen die van invloed (kunnen) zijn op hun gedrag, in het bijzonder de arbeidsmarkt voor managers, de overnamemarkt en de kapitaalmarkt, (ii) door vergroting van de mogelijkheden voor aandeelhouders om het handelen van managers te sturen c.q. te corrigeren, en (iii) door rechtsregels die managers persoonlijk aansprakelijk houden voor veronachtzaming van de belangen van aandeelhouders.

Bij versterking van de markt kan worden gedacht aan een verplichting voor vennootschappen om de honorering van individuele bestuurders openbaar te maken in hun jaarrekening, welke informatie (en haar verhouding tot het aandeelhoudersrendement van de betrokken onderneming) zowel betekenis zal hebben voor de arbeidsmarkt voor managers als voor de overnamemarkt, aan het wegnemen van obstakels voor het functioneren van de markt voor "corporate control" (waartoe in Nederland in ieder geval behoort de wettelijk voorgeschreven structuurregeling waar deze de zeggenschap over benoeming en ontslag van de ondernemingsleiding wegneemt van de aandeelhouders), en aan het toekennen aan de algemene vergadering van aandeelhouders van een bevoegdheid om uitbetaling van winsten en (vrije) reserves te vragen, zodat het management voor de financiering van nieuwe projecten zal zijn aangewezen op een positief oordeel van de kapitaalmarkt.

Bij vergroting van de mogelijkheden voor aandeelhouders tot beïnvloeding van het gedrag van bestuurders kan (voorts) worden gedacht aan een agendarecht voor (in de statuten van de vennootschap omschreven) minderheidsaandeelhouders, een soortgelijk recht voor aandeelhouders om zelfstandig kandidaten te nomineren voor vacatures in de raad van

commissarissen, en een recht voor de aandeelhouders om de instelling van een commissie uit de aandeelhoudersvergadering te verlangen waaraan het bestuur verantwoording zal zijn verschuldigd voor bepaalde beslissingen (een en ander nader te omschrijven in de statuten).

Met betrekking tot de mogelijkheid van persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders tenslotte betoogt dit boek dat aan deze mogelijkheid dusdanige nadelen zijn verbonden (waaronder hogere salariseisen en een geringer aanbod van gekwalificeerde bestuurders, alsmede overmatig risicomijdend gedrag), die bovendien slechts tot op zekere hoogte door verzekering kunnen worden ondervangen, dat zij dient te worden beperkt tot gevallen van fraude en (andere) vormen van manifest wanbeleid, waarbij de rechter de gedragingen van bestuurders slechts betrekkelijk marginaal zal dienen te toetsen. Inderdaad blijft persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders naar Amerikaans en Nederlands recht, die deze mogelijkheid beide kennen, in hoofdzaak beperkt tot dergelijke uitzonderingsgevallen.

Het Amerikaanse "common law" heeft hiertoe de "business judgment rule" ontwikkeld, die bestuurders (inclusief "non-executive directors") vrijpleit van aansprakelijkheid voor de gevolgen van beslissingen te goeder trouw genomen en met argumenten onderbouwd, mits de betrokken bestuurder zich vóór het nemen van de betrokken beslissing behoorlijk had geïnformeerd omtrent het onderwerp ervan. De Nederlandse rechtspraak bereikt een soortgelijk resultaat door het vereiste dat voor persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders jegens de vennootschap wegens tekortschieten in hun taakvervulling, aan hen in ieder geval een "ernstig verwijt" moet kunnen worden gemaakt. De benadering in beide rechtstelsels draagt ertoe bij dat persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders beperkt blijft tot die gevallen, waarin het nadeel voor aandeelhouders ten gevolge van het gedrag van bestuurders, de beoogde bate van delegatie van bestuursbevoegdheden aan een gespecialiseerd management (in het bijzonder een effectiever bestuur van de onderneming tegen geringere kosten dan bij bestuur door de aandeelhouders zelf) overtreft.

Het derde deel van dit boek gaat in op de effecten van de wettelijk beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders op het gedrag van de onderneming en haar leiding. Als gevolg van de regel van beperkte aansprakelijkheid is aandeelhouders' risico beperkt tot de omvang van hun investering. Ondernemingsverliezen die dit bedrag overtreffen zijn voor hen daarom in beginsel slechts van belang tot het bedrag van hun investering. Hetzelfde geldt voor risico's verbonden aan activiteiten ontplooid door de onderneming, in het bijzonder het risico dat zij niet aan haar (betalings)verplichtingen jegens

derden zal kunnen voldoen: een dergelijk risico heeft voor aandeelhouders slechts betekenis tot het bedrag van hun investering, omdat hun potentiële persoonlijke vermogensverlies tot dit bedrag is beperkt.

Gevolg hiervan is dat vanuit het gezichtspunt van het belang van de aandeelhouders, de onderneming in haar besluitvorming de verwachte maatschappelijke kosten van haar activiteiten, respectievelijk de risico's daarvan voor derden, slechts zal hoeven te betrekken tot het maximale bedrag dat aandeelhouders kunnen verspelen. Mogelijke verliezen (risico's) die de marktwaarde van de activa in de onderneming overstijgen, zullen daarom in beginsel irrelevant zijn voor haar besluitvorming. Dit kan ertoe leiden dat de onderneming in verhouding tot de totale maatschappelijke kosten (risico's) van haar activiteiten, bovenmatig investeert in projecten met een hoog aansprakelijkheids- c.q. insolventierisico en benedenmatig in risicobeperkende maatregelen (zoals veiligheidsvoorzieningen) en in de aankoop van aansprakelijkheidsverzekering, gegeven dat de beperkte aansprakelijkheid-regel als zodanig aandeelhouders reeds bevrijdt van aansprakelijkheden rustend op de onderneming (de vennootschap) en hiermee van het risico dat deze laatste niet zal kunnen voldoen aan haar daaruit voortvloeiende verplichtingen.

Het bovenstaande ware slechts anders indien de onderneming (en hiermee onrechtstreeks haar aandeelhouders) zou dienen te betalen voor het risico dat, via de beperkte aansprakelijkheid-regel, wordt afgewenteld op derden: indien schuldeisers steevast een premie aan de onderneming zouden berekenen gelijk aan het risico van onverhaalbaarheid van hun vordering ten gevolge van de aansprakelijkheidsbeperking, zou zij, door het bedrag van zodanige premies, worden gedwongen om het volledige risico van haar activiteiten voor derden in ogenschouw te nemen bij haar besluitvorming, en niet slechts het risico voor, respectievelijk het mogelijke verlies van, haar aandeelhouders. Er zijn echter twee factoren die hieraan in de weg staan.

Op de eerste plaats kunnen derden onvrijwillig risico lopen ten gevolge van de activiteiten van de onderneming en ten opzichte van haar niet in een onderhandelingsituatie verkeren, zoals slachtoffers van aan de onderneming (de vennootschap) toerekenbare onrechtmatige gedragingen en anderen jegens wie zij schuldenaar is krachtens wettelijke verplichting, bijvoorbeeld de Belastingdienst en de bedrijfsvereniging (zgn. onvrijwillige crediteuren). Op de tweede plaats kunnen obstakels in de relevante markten, in het bijzonder transactiekosten, informatieproblemen en ongelijke machtsposities, ook waar wél onderhandelingen mogelijk (zouden) zijn eraan in de weg staan dat de onderneming een risicoconforme premie zal dienen te betalen voor het risico dat wordt afgewenteld op derden.

Vervanging van de beperkte aansprakelijkheid-regel door een regime van onbeperkte aansprakelijkheid zou (de leiding van) de onderneming er ongetwijfeld toe kunnen aanzetten om de volledige maatschappelijke kosten (risico's) van de activiteiten van de onderneming in overweging te nemen bij haar besluitvorming, omdat aandeelhouders hiervoor nu met hun gehele vermogen zouden hebben in te staan. Hierdoor zouden de reële maatschappelijke kosten (risico's) verbonden aan ondernemingsactiviteit worden weerspiegeld in aandelenprijzen, zodat maximalisering van de waarde van de aandelen nu tevens vermindering van excessieve c.q. inefficiënte risico's zou vereisen.

De nadelen van onbeperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders zouden voor de vennootschap met een veelheid van aandeelhouders en een liquide markt voor haar aandelen, echter hoogstwaarschijnlijk groter zijn dan de beoogde bate van een grotere evenwichtigheid tussen de risico's en maatschappelijke kosten van ondernemingsactiviteit enerzijds en het verwachte gewin voor de aandeelhouders anderzijds. Onbeperkte aansprakelijkheid zou de eerder besproken functies van de beperkte aansprakelijkheid-regel doorkruisen en derhalve waarschijnlijk leiden tot hogere besluitvormingskosten door grotere bemoeienis van aandeelhouders met de leiding van de onderneming, aanleiding geven tot hogere transactiekosten in aandelen- en kredietmarkten ten gevolge van extra informatieverwerving door aandeelhouders respectievelijk crediteuren, een behoefte creëren aan restricties op aandelenoverdrachten aan verkrijgers met minder vermogen dan de vervreemder – waardoor de liquiditeit van investeringen in aandelen zou worden aangetast –, en tenslotte diversificatie als strategie ter beperking van investeringsrisico's nagenoeg onmogelijk maken. Als gevolg van een en ander zou onbeperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders zowel de functies van de vennootschap met betrekking tot het beheer van de onderneming, met inbegrip van haar bevordering van specialisatie in de bestuursfunctie en de daarmee gepaard gaande besparing in besluitvormingskosten, als de betekenis van de vennootschap voor de financiering van ondernemingsactiviteit ondermijnen.

Een regime van *pro rata* aansprakelijkheid, waarbij aandeelhouders (slechts) voor een percentage gelijk aan het percentage van hun aandelen in het totale geplaatste kapitaal van de vennootschap aansprakelijk zouden zijn, bepleit door Hansmann en Kraakman [1991] ten aanzien van onrechtmatige daden toerekenbaar aan de vennootschap, zou waarschijnlijk in grote lijnen vergelijkbare effecten hebben. Bovendien is twijfelachtig – zoals Grundfest [1992] heeft uiteengezet – of een dergelijke *pro rata* regel in de praktijk effect zou sorteren: denkbaar is dat internationale kapitaalmarkten wegens zouden

ontwikkelen, door creatief gebruik van alternatieve financieringsmethoden en derivaten, gespecialiseerde investeringsfondsen en jurisdicties waarin *pro rata* aansprakelijkheid niet of bezwaarlijk kan worden geëffectueerd, waarlangs onbeperkte aansprakelijkheid zou worden omzeild en *de facto* beperkte aansprakelijkheid zou worden gecreëerd. In dit geval zou *pro rata* aansprakelijkheid hoofdzakelijk leiden tot een verhoging van transactiekosten in kapitaalmarkten, ten detrimente van het functioneren van dergelijke markten en het vermogen van de onderneming om kapitaal aan te trekken.

Een alternatief zou zijn om vennootschappen te verplichten tot betaling van een risicoconforme premie aan een onafhankelijk fonds, waaruit onbetaalde crediteuren in geval van faillissement van de vennootschap zouden kunnen worden gecompenseerd. Dergelijke premies zouden de vennootschap, met inbegrip van de aandeelhouders, dwingen om in haar besluitvorming het volledige risico te betrekken dat door de activiteiten van de onderneming, gegeven de beperkte aansprakelijkheid-regel, voor derden zou ontstaan.

Een en ander ligt anders ten aanzien van de besloten vorm van de vennootschap, gekenmerkt door een beperkt aantal aandeelhouders, die doorgaans tevens bestuurstaken vervullen, en het ontbreken van een liquide markt voor haar aandelen. Voor deze vennootschapsvorm vervult de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders voornamelijk een functie als premie voor verschaffers van risicodragend kapitaal (dikwijls gecombineerd met management) aan ondernemingen, niet een organisatie-economische functie vergelijkbaar met haar rol in de "publicly held corporation".

In overeenstemming met de hierboven samengevatte benadering zijn gevallen waarin aandeelhouders, in weerwil van hun wettelijk beperkte aansprakelijkheid aansprakelijk zijn gehouden voor schulden van de vennootschap, zowel in de Amerikaanse als in de Nederlandse rechtspraak beperkt tot vennootschappen in de hiervoor bedoelde besloten vorm. Ofschoon de gehanteerde juridische doctrines in beide rechtssystemen verschillen, wordt aansprakelijkheid hoofdzakelijk opgelegd waar de regel van beperkte aansprakelijkheid door de betrokken aandeelhouder verwijtbaar is gebruikt om kosten af te wentelen op crediteuren. Materiële maatstaf hierbij is, in beide rechtssystemen, zeggenschap en actieve bemoeienis van de aandeelhouder over, respectievelijk met, het beleid van de onderneming, gecombineerd met tekortschieten zijnerzijds in enige zorg- c.q. betamelijkheidsverplichting met betrekking tot (de belangen van) de schuldeisers van de onderneming.