

De ontwikkeling van de naamloze vennootschap in Nederland tot 1850

Een bedrijfseconomisch perspectief

Abe de Jong, Joost Jonker en Ailsa Röell

SAMENVATTING Dit artikel beschrijft de ontwikkeling van de financiering van grote ondernemingen vanaf de oprichting van de eerste geotrooieerde compagnie, de Verenigde Oostindische Compagnie in 1602, tot 1850. In de beschrijving wordt vanuit bedrijfseconomische inzichten geprobeerd historische ontwikkelingen te duiden. De beschrijving toont aan dat relatief eenvoudig grote bedragen bijeengebracht konden worden in een markt waarin moderne structuren grotendeels ontbreken. Tevens wordt aangetoond dat het wettelijke raamwerk zich in de loop van de tijd flexibel aanpaste aan de eisen van de tijd.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Dit artikel toont een aantal fundamentele mechanismen in kapitaalmarkten, zoals agent-principaalkosten, aansprakelijkheid en de adoptie van financiële innovaties, die ook in het heden en de toekomst relevant zullen zijn.

1 Inleiding

Nieuwe inzichten uit de bedrijfseconomie zijn niet alleen belangrijk voor het oplossen van hedendaagse vraagstukken. Ze kunnen ook ons begrip van de geschiedenis verdiepen, zodat we beter begrijpen waarom de zakenwereld om ons heen is zoals hij is en waarom in Nederland sommige dingen anders georganiseerd zijn dan elders. En dat begrip helpt ons dan weer beter om te gaan met verschillen tussen landen of culturen.¹

Een terrein dat wijd open ligt voor het toepassen van nieuwe bedrijfseconomische inzichten is de geschiedenis van de naamloze vennootschap (NV) in Nederland. De voornaamste literatuur is namelijk al meer dan een

eeuw oud (Van der Heijden, 1908, 1914; Van Brakel, 1908, 1912, 1914, 1917) en kent bovendien een aantal tekortkomingen. Ten eerste benaderen de auteurs de geschiedenis van de NV vanuit een juridisch-systematisch perspectief en tonen ze geen oog voor bijvoorbeeld bedrijfseconomische factoren die de ontwikkeling ervan hebben beïnvloed. Datzelfde geldt voor moderne literatuur als Asser (1983) en Punt (2010). Die nauwe focus op de juridische systematiek leidt bovendien tot een vertekend perspectief, alsof rechtsgeleerden meer invloed gehad zouden hebben op de evolutie van bedrijven dan ondernemers. Tenslotte leggen de auteurs sterke nadruk op de koloniale handelscompagnieën Verenigde Oostindische Compagnie (VOC, 1602) en West Indische Compagnie (WIC, 1621), die model gestaan zouden hebben voor latere naamloze vennootschappen in Nederland.

Volgens ons vormt de ontwikkeling van naamloze vennootschappen echter geen losstaand juridisch verschijnsel, maar moeten we die zien als het resultaat van in elkaar grijpende eisen op economisch, financieel en juridisch gebied. Wij bepleiten in dit artikel dan ook om het perspectief met behulp van inzichten uit de *corporate finance*-literatuur grondig te verbreden en zo beter begrip te krijgen van de historische evolutie van naamloze vennootschappen. *Corporate finance* bestudeert de efficiëntie van de allocatie van vermogen aan zakelijke activiteiten. Ondernemers in moderne markten beschikken over een breed scala aan financiële instrumenten, maar deze instrumenten zijn uiteindelijk variaties op twee basisvormen, te weten eigen vermogen en vreemd vermogen. De houders van eigen vermogen bezitten normaal gesproken beheersrechten en hebben als *residual claimants* recht op het dividend en de waardeverhogingen van hun aandelen. Vreemdvermogensverschaffers

ontvangen vooraf vastgestelde rentebetalingen en hebben geen beheersrechten zo lang de debiteur aan zijn verplichtingen voldoet. De financieel-economische literatuur gebruikt de term *optimal security design* voor het optimaliseren van de vermogensstroom naar bedrijven met een minimum aan agent-principaalkosten (Becht, Bolton & Röell, 2003; Tirole, 2005). Deze kosten doen zich voor wanneer financiers als principalen geld ter beschikking stellen aan agenten (ondernemers, managers) die een informatievoorsprong hebben op de financiers, zodat hun belangen en die van de financiers van elkaar kunnen afwijken (Jensen & Meckling, 1976). Daarnaast kunnen agent-principaalkosten optreden als gevolg van botsende belangen van verschillende claimhouders, met name van aandeelhouders en vreemdvermogensverschaffers. De evolutie van naamloze vennootschappen zegt dan ook iets over de relatieve efficiëntie van de kapitaalmarkt van een land, want via de organisatievorm en de financieringsmethode van grote bedrijven leren we meer over de betrokkenheid van externe investeerders, over de aard en effectiviteit van de gebruikte instrumenten en over de hoogte van de agent-principaalkosten.

In dit artikel schetsen we allereerst de algemene ontwikkelingen tot 1850 (paragraaf 2). We onderscheiden vervolgens drie perioden. Eerst beschrijven we de ontwikkeling van particuliere maatschappen naar geotrooieerde compagnieën (paragraaf 3) en vervolgens beschrijven we de nieuwe initiatieven en organisatievormen tot de ondergang van de Republiek (paragraaf 4). In paragraaf 5 beschrijven we de overgang van een merendeels op handel gerichte economie naar de beginnende industrialisatie. We sluiten af met een conclusie (paragraaf 6).

2 Het karakter van de periode 1602-1850

We bestuderen de evolutie tijdens de periode 1602-1850. Nadat er in Amsterdam al aan het begin van de zeventiende eeuw was geëxperimenteerd met opvallend modern aandoende ondernemingsfinancieringsvormen en -gebruiken, ontwikkelde de stad zich snel tot de leidende financiële markt van Europa. Die positie zou Amsterdam bijna twee eeuwen behouden (Riley, 1980; Jonker & Sluyterman, 2000; Gelderblom & Jonker, 2004; Petram, 2011a, 2011b). In de achttiende eeuw verloor Nederland geleidelijk zijn economische voorsprong en pas in de tweede helft van de negentiende eeuw slaagde het land erin aan te haken bij de industrialisatie. Dat gegeven werd indertijd (en soms nog steeds) geweten aan conservatieve investeerders die liever belegd zouden hebben in een verbazend grote variëteit buitenlandse effecten dan in binnenlandse ondernemingen (Jonker, 1991, 1996; Van Zanden & Van Riel, 2004). Aangezien de buitenlandse investeringen rond 1800 naar schatting 1,5 miljard gulden bedroegen, bestond er in ieder geval geen tekort aan vermogen.

Tegenwoordig wordt bovendien algemeen aanvaard dat dit bedrag zo hoog was vanwege een gebrek aan beleggingsobjecten en niet vanwege een ingewortelde aversie tegen binnenlandse beleggingen. We kunnen de naar verhouding trage Nederlandse industrialisatie dus niet meer wijten aan een ontoereikend vermogensaanbod, wat ook zal blijken uit de bestudeerde ontwikkeling van naamloze vennootschappen.

Bij nadere beschouwing vallen twee elementen in de langetermijnontwikkeling op. Ten eerste het buitengewone gemak waarmee, vanaf de Gouden Eeuw tot halverwege de negentiende eeuw, zeer grote bedragen bijeengebracht konden worden in een markt die in moderne ogen ongewerveld aandoet, dat wil zeggen: zonder instellingen als grote banken of gespecialiseerde effectenbeurzen die de emissie van en handel in financiële instrumenten structureren. Ten tweede valt op de flexibiliteit van het juridische raamwerk, dat zich aanpaste aan nieuwe eisen van het bedrijfsleven zodra deze zich voordeden; want spraakmakende rechtsprocedures over vermogenscontracten lijken zich weinig voorgedaan te hebben. Beide elementen kwamen voort uit de bijzondere omstandigheden die de handel en het geldwezen vormden. Markten stonden letterlijk open voor alles en iedereen; de beurzen in belangrijke handelscentra als Amsterdam en Rotterdam waren openbaar, en iedereen die iets te kopen of verkopen had, of het nu ging om grondstoffen, diensten, geld of effecten, kon daar terecht om zaken te doen (Jonker & Sluyterman, 2000). De beurzen werden bezocht door een zeer gevarieerd publiek: aangezien de tijdens de Gouden Eeuw vergaarde rijkdom zich behoorlijk wijd verbreidde, bestond er een tamelijk grote groep mensen die bereid was ook bescheiden bedragen te investeren in financiële instrumenten, variërend van scheepsaandelen en obligaties, tot complexere investeringsproducten zoals lijfrentes met kanscontractvorm (tontines) of beleggingsfondsen.

Ten slotte hield de economische concurrentie tussen de steden iedereen scherp, of het nu zakenmensen, financiers, investeerders of ambtenaren waren. Initiatieven of vernieuwingen die in de ene stad mislukten, werden, indien levensvatbaar, elders wel opgepakt, een even effectieve premie op inventiviteit als een rem op zelfgenoegzaamheid en uitsluitingsmechanismen (Gelderblom, 2013).

Voor het grootste gedeelte van de onderzochte periode vormden grote bedrijven een uitzondering in het bedrijfsleven. Dergelijke bedrijven deden zich vooral voor in de intercontinentale handel, verzekeringen, koloniale plantages en sporadisch ook in de industrie. Verreweg het grootste deel van de economische activiteiten bleef in handen van firma's met gewoonlijk één of twee, soms

drie, partners, die zich financierden met ingehouden winsten, handelskrediet, het belenen van goederen of effecten, en bijdragen uit de familie. In het boerenbedrijf kwamen ook wel hypotheke voor. Dat we onze aandacht vooral richten op grote bedrijven met externe financiering in de vorm van leningen of aandelen via de publieke markt, betekent niet dat we deze alternatieve financieringsvormen minder belangrijk vinden. Integendeel, waarschijnlijk waren ze van groter economisch belang voor handel, industrie en landbouw. Maar de evolutie van bedrijfsvormen en de efficiëntie van een kapitaalmarkt kunnen we het beste beoordelen door te kijken naar de eisen gesteld door de grote bedrijven.

3 Van firma's naar geöctrooïeerde compagnieën, 1602-1680

De kracht van particuliere firma's

Aan het begin van de zestiende eeuw was Antwerpen Noord-Europa's belangrijkste centrum voor de internationale handel en de financiën (Van der Wee, 1963, 1993). Om de commerciële hoofdstad van zijn uitdijende keizerrijk te steunen, stelde keizer Karel V wettelijke regels op voor belangrijke handelstransacties, zoals de overdracht van obligaties en wissels, teneinde het terrein van de financiële markt van Antwerpen aanzienlijk uit te breiden en de snel groeiende handel ervan te faciliteren (De Smedt, 1940-1941; Van der Wee, 1993). Handelaren uit de Lage Landen, ruwweg het gebied van het huidige Nederland en België, waagden zich aan steeds avontuurlijker handelsbestemmingen: Rusland, Italië, de Levant, West-Afrika en Amerika. Om het risico van deze ondernemingen te beperken namen ze in de bestaande maatschapsovereenkomsten clausules op over het doel, de duur, het geïnvesteerde vermogen en de individuele taken van de partners (Van Brakel, 1908, 1912, 1914, 1917; Van der Heijden, 1908, 1914; Van Gelder, 1916; Gelderblom, De Jong & Jonker, 2011). Zulke clausules beperkten de hoofdelijke en gezamenlijke aansprakelijkheid van de partners tot de handelingen verricht in overeenstemming met het vermelde doel. Deelgenoten gingen zo'n maatschap met een omschreven doel vaak aan voor een korte termijn, bijvoorbeeld één reis of een vaarseizoen, maar ze konden desgewenst ook meerdere jaren op die manier werkzaam blijven. In Holland, de grootste en economisch meest gevarieerde provincie van de Noordelijke Nederlanden, werden scheepsrederijen na één reis of een seizoen formeel geliquideerd, maar gewoonlijk tekenden de aandeelhouders daarna weer in, waardoor in de praktijk toch een doorlopende onderneming ontstond. Het rederijmodel van de rederij kwam ook voor in andere sectoren, zoals bij de industriële windmolens.

Scheepsrederijen konden financiën putten uit drie bronnen. Ten eerste accepteerden leveranciers als scheeps-

bouwers, touwslagers, ankersmeden en beschuitbakkers gewoonlijk aandelen als betaling of gedeeltelijke betaling voor hun arbeid of goederen. Ten tweede vonden scheepsaandelen ter waarde van 1/64ste of zelfs 1/132ste hun weg naar portefeuilles van talloze kleine investeerders. Ten slotte konden rederijen geld bijeenbrengen met bodemerijcontracten. Dit was in feite een combinatie van verzekering met financiering, want via een bodemerijcontract konden reders het risico van een expeditie verleggen naar crediteuren. Als het schip de reis volbracht, kregen deze namelijk hun geld terug vermeerderd met een premie, die varieerde van 15% voor relatief veilige reizen naar Rusland tot meer dan 30% voor intercontinentale expedities. Keerde het schip echter niet terug, dan verloren de bodemerijcrediteuren hun geld. In het moderne geldwezen komt het gebruik van bodemerijcontracten neer op een combinatie van gewone en preferente aandelen. Buitenstaanders kregen preferente aandelen en een vastgestelde maximale uitbetaling, terwijl insiders gewone aandelen hielden waarmee ze ook recht hadden op uitbetaling van het restant. Vanuit het perspectief van de crediteuren koppelden deze contracten een lening aan een ingebouwd verzekeringscontract voor het bedrag van de hoofdsom, waarbij de premie overeenkwam met het bedrag van de verzekeringspremie plus de rente over de lening. In de loop der tijd lijkt het gebruik van bodemerijcontracten in de scheepvaart afgenomen te zijn naarmate zich goedkopere alternatieven aandienden, zoals wissels en gewone transportverzekeringen. Maar de West-Indische Compagnie (WIC) bleef er regelmatig gebruik van maken, zoals we nog zullen zien.

Verschuiving van het economische zwaartepunt

Vanaf het eind van de jaren zestig van de zestiende eeuw kwam de positie van Antwerpen onder druk te staan, toen een recessie in combinatie met religieuze onrusten de Lage Landen in opstand bracht tegen Filips II. De daarop volgende burgeroorlog deelde het land feitelijk in tweeën. De noordelijke helft transformeerde zichzelf in een republiek, maar de zuidelijke helft bleef onder de Habsburgers als de Spaanse en later Oostenrijkse Nederlanden. Lange tijd behoorde Antwerpen tot het protestantse kamp, maar in 1585 veroverden de Spanjaarden de stad, waarna de rebellen de overzeese handel afknepen door de Schelde te blokkeren. Protestantse Vlamingen emigreerden in grote getale, veelal naar de Republiek. Daar droegen zij bij aan de buitengewone economische groei die in de jaren negentig van de zestiende eeuw begon, toen het voortbestaan van het land zeker leek (Gelderblom, 2000). Amsterdam nam de rol van Antwerpen over en verving de commerciële infrastructuur op om te kunnen voldoen aan de vereisten van de internationale handel. Er kwamen wettelijke voorschriften over zeeverzekeringen en de regelmatige publicatie van de goederenprijzen. Verder nam het stads-

bestuur de Antwerpse 'costuymen' (verordeningen) met betrekking tot een aantal handelstransacties over, werd er een Wisselbank gesticht om betalingen te vergemakkelijken (1609) en werd er een beurs gebouwd naar het model van de beurs van Antwerpen (1611) (Lesger, 2006). De zeer verstedelijkte en vercommercialiseerde westelijke provincies waren ideaal gelegen om te kunnen profiteren van de verschuiving van de economische activiteiten van het Zuiden naar het Noorden (De Vries & Van der Woude, 1995). Steden als Haarlem en Leiden breidden hun nijverheid uit, met name op het gebied van de lakenweverij, terwijl havensteden gebruik maakten van nieuwe kansen zoals de openstelling van de handel met Azië, voorheen het exclusieve domein van Spaanse en Portugese handelaren. Tussen 1595 en 1601 zonden niet minder dan zeven steden vloeden naar Azië, met in totaal 65 schepen.

Deze expedities, 'voorcompagnieën' geheten, laten een verdere evolutie zien van de maatschap met een bepaald doel. Ze hadden namelijk een rudimentair bestuur dat de onderneming leidde (Van Brakel, 1908; Van der Heijden, 1908; Mansvelt, 1922; Den Heijer, 2005; Gelderblom, De Jong & Jonker, 2011). Een aantal handelaren organiseerde en leidde de onderneming, ieder met een eigen taak waarvoor hij betaald werd met een percentage van het verdiende geld of de verhandelde goederen. De andere aandeelhouders, die geworven waren via de netwerken van de initiatiefnemers, fungeerden als slapende partners; ze hadden geen stem in de operationele beslissingen en kregen pas informatie en verslag na terugkeer van de schepen, wat gewoonlijk twee tot drie jaar duurde. Dan werd de onderneming ontbonden, maar de meeste aandeelhouders lieten hun deelname overbrengen op de volgende expeditie georganiseerd door dezelfde handelaren. De voorcompagnieën werden gefinancierd met een mengsel van geleend geld en aandelen, bijeengebracht door de handelaren op eigen naam, want de maatschap miste de rechtspersoonlijkheid en beperkte aansprakelijkheid vereist om op eigen naam schulden aan te gaan (Gelderblom, De Jong & Jonker, 2011).

De concurrentie tussen de voorcompagnieën drukte de inkooprijzen van de specerijen in Azië omhoog en de Europese verkooprijzen omlaag. Bovendien bedreigde die rivaliteit de wankel politieke eenheid van de Republiek en schaafde het de vooruitzichten van een stevige overzeese positie ten opzichte van de Spaanse, Portugese en Britse handelaren. Verder was het zinnig, gezien de bittere, voortdurende strijd met de Spanjaarden aan de zuidgrenzen van de Republiek, om de druk te verlichten door het Spaans-Portugese overzeese rijk aan te vallen. Daarom zetten de Staten-Generaal de voorcompagnieën die in 1602 actief waren onder druk om te fuseren tot de Verenigde Oostindische Compagnie, opgericht

met het enorme kapitaal van 6,4 miljoen gulden gefourneerd door zo'n 1.800 aandeelhouders (Gaastra, 2009). Onder leiding van de oorspronkelijke 'bewindhebbers' werden de voorcompagnieën omgevormd tot zes lokale kamers, semi-autonome eenheden die ieder een deel van de compagniesoperaties uitvoerden naar rato van hun aandeel in het totale kapitaal. Vertegenwoordigers van de kamers vormden de Heren XVII, het centrale bestuur van de VOC.

Het karakter van het VOC-bedrijf

De VOC was een hybride organisatie zoals de admiraliteiten, de waterschappen en de polderbesturen dat ook waren. Het was een particulier bedrijf omgevormd voor het vervullen van publieke taken. Het octrooi stelde de commerciële doelen van de voorcompagnieën in dienst van de militaire en politieke doeleinden van de staat. De VOC kreeg namelijk een monopolie voor de handel op Azië, met daaraan gekoppeld het recht oorlog te voeren en verdragen te sluiten uit naam van de Staten-Generaal. In ruil daarvoor kreeg de Staten-Generaal zeggenschap over het bedrijf, de beschikking over alle informatie, toezicht op het beleid en macht over het benoemen van bestuursleden, opdat de compagnie de toevertrouwde publieke taak ook naar behoren uitvoerde. De aandeelhouders kregen daarentegen nauwelijks rechten. Ze zouden pas na tien jaar, wanneer de compagnie zou worden ontbonden en opnieuw zou worden opgericht om de octrooi-termijn van 20 jaar vol te maken, rekening en verantwoording ontvangen. Tot die tijd hoorden ze niets en hadden ze ook geen recht op toezicht of op bestuursbenoemingen. Zij hadden alleen aanspraak op dividend zodra de beschikbare middelen 5% van het kapitaal bedroegen. Ze mochten in beginsel hun aandeel van de hand doen als ze dat wilden, want er kwam een heldere procedure voor de overdracht van aandelen. Dit overdrachtsrecht had twee waarschijnlijk onbedoelde gevolgen. Bijna dadelijk na sluiting van de inschrijving begon er een handel in aandelen en wel in de vorm van termijntransacties, want dan konden handelaren met onderlinge vereffening de overdrachtsformaliteiten minimaliseren. Van daaruit was het nog maar een kleine stap naar de termijn- en optiehandel die in de jaren 1630 opkwam (Van Dillen, 1964; Gelderblom & Jonker, 2004, 2005; Petram, 2011a, 2011b). Naar alle waarschijnlijkheid waren de aandeelhouders echter slechts beperkt aansprakelijk, want ze bezaten geen invloed op het bestuur van de compagnie en hun aandelen waren uitwisselbaar. Maar dat gold niet voor de bewindhebbers. Volgens het octrooi hoefden ze vóór 1612 geen rekenschap af te leggen van hun bestuur en konden ze niet in persoon aangesproken worden op achterstallige loonbetalingen, maar ze waren wel hoofdelijk aansprakelijk voor het door hen benoemde comptabele personeel en voor alle bedrijfs-schulden. Dat blijkt ondermeer uit een actie van de Staten van Zeeland in 1611. Om de Middelburgse kamer

te dwingen een oude schuld te betalen, dreigden ze niet met beslaglegging op de eigendommen van de kamer, maar met in hechtenisneming van de bewindhebbers. Deze onbeperkte aansprakelijkheid van directeuren begrensd de vreemdvermogenscapaciteit van de VOC tot de gezamenlijke kredietwaardigheid van de directeuren (Schalk, Gelderblom & Jonker, 2012; Gelderblom, De Jong & Jonker, 2013).

De VOC bezat dus drie kenmerken van moderne bedrijven, te weten een scheiding tussen eigendom en management, beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders en overdraagbare aandelen. Zij miste echter drie andere eigenschappen, namelijk een permanent kapitaal, beperkte aansprakelijkheid voor de managers en rechtspersoonlijkheid (Gelderblom, De Jong & Jonker, 2013; Dari-Matiacci, Gelderblom, Jonker & Perotti, 2013). Bovendien week de scheve bestuursstructuur, die de staat alle macht en de aandeelhouders geen macht gaf, af van normen die zowel toentertijd als vandaag de dag nog gelden. De structuur leverde ook direct ernstige agent-principaalproblemen op. De Staten-Generaal lieten de VOC namelijk op dermate grote schaal oorlog voeren dat er geen geld voor dividend overbleef. Dat leidde in 1609 tot een beroemde *bear raid* op de aandelen door een groep ontevreden aandeelhouders onder leiding van Isaac Le Maire, die een beleidsverandering probeerde af te dwingen met gecoördineerde verkopen à la baisse (Van Dillen, 1930; Petram, 2011a, 2011b). Om hen tevreden te stellen deed de VOC eindelijk uitkeringen, maar grotendeels in natura, om contanten te sparen en tegelijkertijd overtollige specerijen kwijt te raken. Dit dividend bedroeg 162,5% over de eerste tien jaar, waarmee het bestuur duidelijk maakte de aandeelhouders als obligatiehouders te beschouwen: ze kregen namelijk hun oorspronkelijke inschrijving terug plus tien maal het geldende rentetarief van 6,25%. Tegelijk valt op dat de resoluties van bewindhebbers de aandeelhouders niet langer omschrijven als participanten, maar als actionisten; dat wil zeggen mensen met een vordering op bepaalde betalingen, een subtiele verandering van terminologie die eveneens duidt op een intentie om aandeelhouders op afstand te zetten (Gelderblom, De Jong & Jonker, 2011). Uiteindelijk werden aandeelhouders in 1612 helemaal naar de zijlijn geschoven.

De positie van de VOC was inmiddels zo verslechterd dat de bewindhebbers de Staten-Generaal bewerkten om de compagnie niet, zoals het octrooi voorschreef, te hoeven liquideren, met het argument dat na opening van de boeken en liquidatie niemand meer in een nieuwe compagnie zou willen investeren. Uit overwegingen van landsbelang stonden de Staten-Generaal dit toe, waarmee ze de facto het bedrijfskapitaal permanent maakten (Dari-Matiacci, Gelderblom, Jonker

& Perotti, 2013). In de aanloop naar de vernieuwing van het octrooi in 1622 zetten aandeelhouders een campagne op om enige zeggenschap over de compagnie te krijgen, maar ondanks steun van de Staten van Zeeland en de Staten-Generaal sneuvelde dit initiatief op het koppige verzet van de VOC, gesteund door de Staten van Holland. De enkele concessies in het nieuwe octrooi aan de aandeelhouderseisen bleven een dode letter (De Jongh, 2011).

De beperkte aansprakelijkheid voor bewindhebbers

De permanentie van kapitaal loste één probleem op, maar schiep tegelijk een ander. Vergroting van het eigen vermogen was verder onmogelijk, want dat vereiste een octrooiwijziging en het viel te verwachten dat aandeelhouders daarvoor alleen toestemming zouden geven als ze ook meer macht kregen. De VOC werd dus voor haar financiering, naast ingehouden winst, volledig afhankelijk van vreemd vermogen. Zoals we zagen was de omvang daarvan begrensd tot de bereidheid van bewindhebbers om voor de compagnie zelf geld op te nemen. Om toch de acute kasnood te lenigen kwamen bewindhebbers in het voorjaar van 1613 met een vernuftige oplossing. Ze schreven een verzekeringscontract uit dat polisnemers een premie van 5% bood om de VOC te garanderen dat de op dat moment voor vertrek klaarliggende vloot over drie jaar tenminste 3,2 miljoen gulden aan inkomsten gegenereerd zou hebben. Het was dus eigenlijk een verzekering om een mogelijk kastekort te dekken en in 1617 een nieuwe vloot uit te kunnen zenden, een ingenieus lapmiddel dat duidelijk maakt hoezeer de onbeperkte aansprakelijkheid van bewindhebbers de financiële armslag van het bedrijf reduceerde.

Het contract is een vroeg voorbeeld van het nut van risicomangement met optiecontracten bij beperkte toegang tot of significante kosten van externe financiering, zoals in de moderne bedrijfseconomische literatuur expliciet gemodelleerd is (Froot, Scharfstein & Stein, 1993). De Britse East-India Company zou in de jaren 1630 en 1640 een soortgelijk contract gebruiken, om dezelfde reden (Stapel & Den Dooren de Jong, 1928; Gelderblom, De Jong & Jonker, 2013). In het geval van de VOC brachten stijgende inkomsten het bedrijf uit de directe gevarenzone, zodat bewindhebbers het verzekeringscontract niet nogmaals hoefden te gebruiken en bewindhebbers tijd kregen om het financiële beleid te versterken. In 1617 tekenden ze een wederzijdse garantie voor elkaars schulden aangegaan ten behoeve van één van de kamers. Deze stap kan zijn ingegeven door een twee jaar tevoren verkregen juridisch standpunt dat zij inderdaad persoonlijk aansprakelijk waren, maar de onderlinge garantie gaf VOC kamers ook de mogelijkheid om goedkoper te lenen via Amsterdam. Daar maakten ze dadelijk gebruik van en de compagnieschuld steeg onmiddellijk, maar het verschijnen van schuldbrieven

van elders ondertekend door Amsterdamse bewindhebbers schijnt wel de nodige vragen opgeroepen te hebben. In 1623 introduceerde de kamer Amsterdam namelijk, onder verwijzing naar een geschil met investeerders over hun persoonlijke aansprakelijkheid voor schulden, een nieuw type obligatie die de aansprakelijkheid uitdrukkelijk uitsloot. Met die eenzijdige actie kreeg de compagnie feitelijk indirect rechtspersoonlijkheid. Beleggers lijkten dit te hebben geaccepteerd en de schuld van de VOC steeg verder door. Blijkbaar boden de activa van de compagnie, zoals de kantoren, pakhuizen, werven en schepen, hen inmiddels voldoende vertrouwen om geen verdere zekerheid nodig te hebben (Gelderblom, De Jong & Jonker, 2013). Halverwege de jaren 1630 gingen bewindhebbers eindelijk over tot het uitkeren van dividenden ruwweg gekoppeld aan de inkomsten, waarna de aandelenprijzen omhoog schoten en het debat over het behoorlijk bedrijfsbestuur verstomde. Gedurende de zeventiende eeuw bleef de schuld schommelen rond de 10-12 miljoen gulden, maar de vorm ervan veranderde (De Korte, 1984). Tijdens de jaren 1670 introduceerden bewindhebbers enerzijds een vorm van kortlopende schulden met hogere opbrengst, de ‘anticipatiepenningen’, en zetten zij anderzijds de langlopende schulden om in eeuwigdurende obligaties, met de bedoeling de liquiditeitsproblemen te voorkomen die zich tijdens de oorlogscrisis van 1672 hadden voorgedaan. Daarnaast ontving de VOC geregeld voorschotten van de Amsterdamse Wisselbank, vooral om edelmetaalleveranties voor verschepping naar Azië mee te betalen (Nieuwkerk, 2009; Dehing, 2012).

De oprichting van de WIC

Ondanks de aanvankelijke bezorgdheid van obligatiehouders van de VOC leidden aansprakelijkheid voor schuld en de rechtspersoonlijkheid van bedrijven kennelijk niet tot dringende kwesties die een heldere, wettelijke oplossing vergden. Delftse bewindhebbers van de Noordsche Compagnie, een kartel voor de walvisvaart opgericht in 1614, verloren hun beroep op beperkte aansprakelijkheid in 1625 en moesten uiteindelijk samen een onbetaalde rekening voldoen (Van Brakel, 1909). De initiatiefnemers van een verzekeringsmaatschappij zagen hierin waarschijnlijk aanleiding om de aansprakelijkheid van directeuren uitdrukkelijk te beperken en blijkbaar met instemming, want in het debat over hun voorstel dat zich afspeelde tussen 1629 en 1635 kwam dit punt verder niet aan de orde; het beperkte zich tot de operationele aspecten van het bedrijf (Blok, 1900a, 1900b). Het WIC-octrooi dat de Staten-Generaal na een lang, openbaar debat in 1621 verleenden, bevatte net als het VOC-octrooi een clausule die bewindhebbers alleen beschermde tegen ontijdige eisen van rekening en verantwoording en achterstallig loon. Dat wil zeggen: ze bleven formeel aansprakelijk voor schulden en voor het comptabele personeel. Desalniettemin ontwikkelde de

WIC een nog sterkere afhankelijkheid van vreemd vermogen dan de zustercompagnie, zij het om andere redenen (Den Heijer, 2007).

Plannen voor een monopoliebedrijf in de Atlantische handel circuleerden al sinds 1600 (Meijer, 1986; Van Rees 1868). Stevig verankerde particuliere handelsbelangen en later de wapenstilstand van 1609 met Spanje beletten echter de uitvoering ervan, totdat de hervatting van de oorlog in 1621 er een nieuwe impuls aan gaf. De WIC zou de handel moeten consolideren in een VOC-achtig concern met een monopolie voor 24 jaar en daarmee het Spaans-Portugese Amerikaanse rijk aanvallen. Net als haar zustercompagnie had de WIC vijf afdelingen of kamers onder leiding van een centrale directie, met drie belangrijke verschillen (Den Heijer, 2005). Ten eerste zou de WIC naast handeldrijven en oorlogvoeren ook koloniën moeten stichten voor Nederlandse emigranten. Ten tweede namen de Staten-Generaal een direct belang in de WIC door 500.000 gulden van de 7,1 miljoen gulden van het startkapitaal te fournieren. Aanvullende bepalingen verzekerden de WIC van verdere financiële en praktische ondersteuning door de Staten-Generaal. Ten derde zou het bedrijf voor de commerciële en niet-commerciële activiteiten gescheiden rekeningen voeren en er dus voor zorgen dat de laatste niet ongemerkt de winsten van de eerste zouden opsouperen. Hoewel eerdere concepten artikelen bevatten die de scheve structuur van de VOC beoogden te verhelpen door meer macht toe te kennen aan de aandeelhouders, bevatte het uiteindelijke WIC-octrooi die niet meer. Bewindhebbers moesten wel iedere zes jaar jaarverslagen publiceren op straffe van verlies van hun salaris als dat niet op tijd gebeurde.

Gegeven de herhaalde protesten van beleggers over hun recht van toezicht en invloed op het gebruik van hun geld in dit type bedrijven had een andere governancestructuur voor de hand gelegen, maar de Staten-Generaal oordeelde blijkbaar dat zulke rechten ongeschikt waren aan de publieke taken van de compagnie en negeerde ze. Daarmee hadden ze buiten de markt gerekend. Ondanks verwoede inspanningen van ambtsdragers druppelden de inschrijvingen slechts langzaam binnen, enerzijds omdat de vooruitzichten van de WIC gering geacht werden, anderzijds omdat de gelijktijdige, felle strijd tussen bewindhebbers en aandeelhouders van de VOC de zwaktes van de voorgestelde bestuursvorm scherp deed uitkomen. De Staten-Generaal pakte het eerste punt aan door in 1622 de Venezolaanse zouthandel onder het WIC-monopolie te brengen. Dat bleek echter onvoldoende om beleggers aan te trekken, dus moest er een naschrift bij het octrooi komen dat hoofdparticipanten, aandeelhouders met meer dan een bepaald aantal aandelen, het recht gaf om nieuwe directeuren uit hun midden

te nomineren. Intussen had de Amsterdamse kamer in oprichting begrepen waar de schoen wrong en met enkele grote beleggers een overeenkomst van twaalf punten gesloten die grote aandeelhouders macht over de onderneming gaf. Ze kregen een vertegenwoordiging in de directie, het recht van goedkeuring van octrooiwijzigingen, van bestuursbenoemingen en van het aantrekken van vreemd vermogen, plus het recht om de interne verslagen van de jaarlijkse expedities te controleren (L'Honoré Naber, 1931). Eenmaal goedgekeurd door de Staten-Generaal doorbrak deze overeenkomst de impasse. In oktober 1623 sloot de inschrijving op een totaalbedrag van 7,1 miljoen gulden en in 1624 reageerden de aandeelhouders snel op een oproep om nog eens 3,5 miljoen te investeren.

Een kwakkelend bedrijf

De WIC ging goed van start en slaagde erin om ondanks fel verzet van de Spanjaarden en Portugezen voet aan de grond te krijgen in West-Afrika en in het Caraïbisch Gebied. De handel breidde zich snel uit en als klap op de vuurpijl lukte het in 1628 om de hele Spaanse zilvervloot ter waarde van 11,5 miljoen gulden te kapen. De zaken gingen zo goed dat de compagnie ervoor koos slechts 1,5 miljoen van deze meevaller te herinvesteren, de rest werd uitgekeerd. In 1629 betaalde de Compagnie haar eerste dividend van 25% en nog eens 50% in het jaar daarna. Het tij keerde echter al snel. De pogingen om de gevestigde koloniale rijken uit het zadel te wippen mislukten, de posities in het Caraïbisch Gebied bleken te klein voor een rendabele handel, de mooie winsten uit de West-Afrika-handel en de kaapvaart waren niet toereikend om de hoge militaire kosten te dekken en particuliere handelaren ondergroeven het monopolie. Om de handel overeind te houden deed de WIC tweemaal een beroep op de aandeelhouders, wat het kapitaal op meer dan 17 miljoen in 1639 bracht, maar dit vergde de uitgifte van preferente aandelen met een gegarandeerd dividend van eerst 8% en later 6%. Zelfs op die voorwaarden namen aandeelhouders niet alle aan hen toekomende aandelen af, terwijl het voor kamers bovendien goedkoper was om tegen 5,5% rente te lenen, zodat sommige kamers dit verkozen (Schneeloch, 1971, 1982; Den Heijer, 2007). Met het stijgen van de schuld daalde natuurlijk de aandelenprijs zodat het steeds moeilijker werd om zelfs winstgevendende activiteiten te financieren, want vermogenverschaffers realiseerden zich dat het eerste deel van de winsten naar bestaande crediteuren zou gaan en dus ten koste ging van hun opbrengsten.

De WIC bevond zich in een situatie van wat financieel economen *debt overhang* noemen (Myers, 1977). Het bedrijf stevende af op insolventie en had daardoor, zelfs voor projecten met een positieve netto contante waarde, steeds minder financieringsmogelijkheden, want de

uitgifte van aandelen of financiering uit achterliggende of onverzekerde schulden was onmogelijk geworden. Dat verlies van potentiële waarde was in feite de prijs die de onderneming betaalde voor het aantrekken van teveel vreemd vermogen. Bedrijven kunnen zich hieruit alleen redden door nieuwe vorderingen uit te geven. Deze nieuwe vorderingen zouden voorrang moeten krijgen op de bestaande schulden bij faillissement. De WIC deed dit ook en wel in de vorm van bodemerijleningen. Deze vestigden een nieuwe schuld direct op schip en lading, en hadden dus voorrang boven bestaande schulden, zodat het bedrijf er nieuwe fondsen mee kon aanboren. Aandeelhouders kregen voorrang bij het nemen van bodemerijleningen, waarmee ze compensatie ontvingen voor de almaar uitblijvende dividenden. Halverwege de jaren 1640 ontplooidde de WIC zelf nauwelijks nog bedrijfsactiviteiten en was zij verworpen tot een vergunningenverstrekker die nog slechts inkomsten genereerde met het verlenen van licenties enerzijds aan particuliere kooplieden en anderzijds aan kapers die op de concurrentie joegen. Pogingen van bewindhebbers om de WIC met de VOC te laten fuseren, liepen ondanks steun van de Staten-Generaal stuk op de weigering van de VOC om een structurele verliespost binnen te halen. Dus sukkelde de WIC voort.

Eind jaren 1650 werden alle uitstaande schulden omgevormd tot één type obligatie met een rente van 2%, maar zelfs dat kon de WIC niet betalen. In 1664 was de situatie zo nijpend geworden, dat bewindhebbers de normale boekhouding opschoorsten en wanhopige pogingen deden om aan geld te komen, waaronder het verbinden van bepaalde winststromen aan preferente vorderingen die aandeelhouders en crediteuren konden krijgen in ruil voor opoffering van 5% of 6% van hun bezit. Om eindelijk een oplossing af te dwingen, stelden de Staten-Generaal de octrooiverlenging van 1671 afhankelijk van de voorwaarde dat de WIC moest kunnen beschikken over tenminste één miljoen gulden aan bedrijfsmiddelen. Er volgde een felle strijd tussen bewindhebbers, aandeelhouders en schuldeisers over de voorwaarden waaronder ze geld wilden leveren, waarbij bewindhebbers hun positie verdedigden, de aandeelhouders meer zeggenschap verlangden en de schuldeisers voorstellen deden om inkomsten te genereren.

In 1674 werden partijen het tenslotte eens over het vervangen van de oude compagnie door een nieuwe WIC met een beoogd kapitaal van 4,5 miljoen gulden (Schneeloch, 1971, 1973, 1982; Den Heijer, 2007). Aandeelhouders en schuldeisers zouden 3,3 miljoen gulden bijdragen door hun vorderingen om te ruilen voor nieuwe aandelen plus 1,2 miljoen in contanten door een percentage van hun vorderingen in de bedrijfskas te storten. Aandeelhouders stortten 4% van de nominale waarde en ontvingen daarvoor 15% van de nominale waarde

in nieuwe aandelen; schuldeisers van vóór 1656 betaalden 8% voor 30%. Schuldeisers van na 1656 hoefden echter geen percentage te storten, maar ontvingen het volledige bedrag van hun vordering in aandelen, waarschijnlijk omdat zij nog nauwelijks rentebetalingen hadden ontvangen. Hoewel ook het nieuwe octrooi niets terzake regelde, moeten de WIC- bewindhebbers beperkte aansprakelijkheid bezeten hebben, anders had het bedrijf niet zo'n gigantische schuld kunnen opbouwen en tot reorganisatie van 1674 kunnen doormodderen. Weliswaar had de WIC een zeer grote directie, maar de schulden gingen de gezamenlijke capaciteit van bewindhebbers en ongetwijfeld ook hun bereidheid om persoonlijke schulden aan te gaan ver te boven. De geschiedenis van de eerste WIC onderstreept juist het gevaar van beperkte aansprakelijkheid, namelijk het risico van een sterk oplopende schuldenlast.

Het nieuwe octrooi bevrijdde de WIC van de oorlogskosten, bracht de kosten terug door het aantal bewindhebbers te halveren en wijzigde de samenstelling van het bedrijfsbestuur door de aandeelhouders en schuldeisers ieder een derde van de zetels toe te kennen, de oude directie het laatste deel latend. Pas na drie jaar had de herstructurering het vereiste bedrag van één miljoen gulden in liquide middelen opgeleverd, waarna de WIC aan een relatief kalme en welvarende fase van haar bestaan kon beginnen.

De VOC en WIC ontleenden dus wel bepaalde trekken aan bestaande juridische modellen als de vennootschappen met een bepaald doel en de admiraliteiten, maar overheidsingrijpen en financieringseisen hadden een veel sterkere invloed op hun uiteindelijke bedrijfsvorm en het daaruit voortvloeiende financiële beleid. De kenmerken van moderne NV's die ze bezaten, passen wellicht in een juridische systematiek, maar ze waren het gevolg van overheidsingrijpen, financieringseisen, of beide. Als zodanig kunnen ze dan ook niet als voorloper van moderne NV's gelden en zijn het eerder afwijkingen van het ontwikkelingspatroon.

4 De verbreiding van naamloze vennootschappen, 1680-1795

Qua omvang, bedrijfsvorm, monopolie en structuur bleven de twee geotrooieerde compagnieën een grote uitzondering tijdens de Gouden Eeuw. Andere zeer grote bedrijven, zoals Louis de Geers conglomeraat van wapenproductie en wapenhandel, het handelshuis van de gebroeders Trip of de handels- en financieringszaken van Jean Deutz, waren traditionele maatschappen gefinancierd met eigen vermogen, ingehouden winst, kleine familiedeposito's en handelskrediet, waar nodig aangevuld met het belenen van effecten bij bekenden of op de markt voor daggeldleningen op de beurs (Breedvelt-Van Veen, 1935; Elias, 1963; Klein, 1965). Hetzelfde gold

voor de veel kleinere firma's in de verwerkende nijverheid, zoals brouwerijen en suikerraffinaderijen, en ook voor scheepswerven. Zelfs grote bedrijven in deze sectoren beschikten zelden over een vermogen van meer dan 20.000-50.000 gulden, een bedrag dat twee of drie firmanten gemakkelijk bijeen konden brengen. De omstandigheden veranderden toen de economische groei van de Republiek tijdens het laatste kwart van de zeventiende eeuw begon te vertragen. De bedrijvigheid begon zich toen te concentreren in grote havens als Amsterdam en Rotterdam, ten koste van kleinere steden als Delft of Enkhuizen. In de export-georiënteerde verwerkende nijverheid als de brouwerijen, mouterijen, suikerraffinaderijen en zoutziederijen begon een consolidatieproces dat tegen de jaren 1740 leidde tot de vorming van firma's met vermogens van 100.000-250.000 gulden geleid door beroepsmanagers in loondienst (Visser, 1927; De Vries, 1968; Yntema, 1992; Unger, 2001). Het financieringsbeleid van deze firma's volgde het gebruikelijke patroon; ze dreven op eigen vermogen, ingehouden winst en wat handelskrediet en vermeden het opnemen van vreemd vermogen. Gewoonlijk waren de aandelen in familiehanden en wellicht nog in handen van een zakenpartner. Waar nodig bracht diezelfde kring ook nieuw vermogen bijeen. Het afnemen van investeringsmogelijkheden deed beleggers vasthouden wat ze hadden, zodat de aandelen in dergelijke bedrijven binnen families bleven. Daardoor versplinterde het bezit van generatie op generatie, met als gevolg een steeds groter aantal aandeelhouders en een groeiende afstand tussen eigendom en bestuur. Dit maakte het noodzakelijk om de aloude maatschap met bepaald doel om te vormen tot iets dat erg leek op een NV. Dergelijke firma's kenden gewoonlijk een duur van 10-20 jaar, overdraagbare aandelen en regelmatige aandeelhoudersvergaderingen voor het bespreken van de bedrijfsactiviteiten, de resultaten en het benoemen van commissarissen om toezicht te houden op de bedrijfsleiders. In één zo'n bedrijf, de Amsterdamse brouwerij De Hooiberg, inspecteerden de commissarissen iedere veertien dagen de boeken en moest de bedrijfsleider alle grote transacties aan hen voorleggen (Van Eeghen, 1958).

Een nauwlettend toezicht als dit toont een besef van mogelijke agent-principaalproblemen: aandeelhouders vonden dit kennelijk nodig om te ondervangen dat de bedrijfsleider niet uit hun eigen midden kwam en evenmin aansprakelijk was voor bedrijfsschulden. Kennelijk hadden particuliere firma's als De Hooiberg zich inmiddels ontwikkeld tot iets wat op een NV lijkt, vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid voor aandeelhouders en bedrijfsleiders die een zekere rechtspersoonlijkheid bezaten. Die evolutie lijkt geen verwarfing opgeleverd te hebben, wellicht omdat mensen aan de firmanaam konden zien welk aansprakelijkheidsregime ervoor gold. Vermoedelijk vindt de term 'naam-

loze vennootschap' zijn oorsprong in het onderscheid tussen firma's met en zonder met name genoemde aansprakelijke firmanten. Als een firmanaam naar specifieke personen verwees, bijvoorbeeld Jansen & Janssens of Hope & Co., bezaten de firmanten volledige aansprakelijkheid. Was dat niet het geval, zoals bij de hierboven genoemde brouwerij De Hooiberg, dan hadden de bedrijfsleiders beperkte aansprakelijkheid. Daarom meldden prospectussen en de bedrijfsstatuten uit de zeventiende en achttiende eeuw gewoonlijk niets over het aansprakelijkheidsregime van het bedrijf in kwestie, want dit bleek al uit de naam ervan. Deze evolutie moet zich hebben voltrokken tussen het voorstel van de verzekeringsmaatschappij van 1629-1635 en 1720. Waarschijnlijk kwam een en ander in een stroomversnelling tijdens de jaren 1640, toen de schuld van de WIC omhoog schoot zonder kennelijke onrust bij bewindhebbers of beleggers over het aansprakelijkheidsregime van de compagnie.

De golf bedrijfsprojecten van 1720

In 1720 was de evolutie voltooid. Dat jaar beleefde de Republiek namelijk een golf van initiatieven om nieuwe bedrijven te lanceren. Aan de projectvoorstellen, samengevat in een dikke foliant onder de titel het *Het Groote Tafereel der Dwaasheid*, kunnen we zien dat de firma's met bepaald doel zich praktisch gesproken tot naamloze vennootschappen hadden ontwikkeld (*Groote tafereel*, 1720; Groeneveld, 1940, Gelderblom & Jonker, ter perse). De golf kwam op gang doordat financiers wilden profiteren van de speculatiekoorts die zich had verspreid van Parijs naar Londen en vervolgens naar de Republiek. Tussen juni en oktober lanceerden ze maar liefst veertig projecten. Die leken sterk op elkaar, want ze kwamen voort uit de stedelijke naijver die de Republiek kenmerkte. De projecten gebruikten het gezag van plaatselijke functionarissen als burgemeesters en schepenen om beleggers aan te trekken, maar het waren verder volledig particuliere ondernemingen, geen hybride bedrijven als de VOC of de WIC. De bedrijfsnamen stonden bol van ambitie om een veelheid van activiteiten te ondernemen: verzekeringen, financiële diensten, handel en transport, soms ook nog rederij of scheepsbouw erbij. Hiervoor zouden per project enorme bedragen tot wel 100 miljoen gulden worden bijeengebracht, al hoefden inleggers in eerste instantie slechts 1-2%, soms iets meer, te storten, anders verloren ze hun inschrijving weer. Op een later moment zouden directeuren, aandeelhouders of commissarissen al dan niet gezamenlijk besluiten nemen over verdere stortingen.

Hoewel de projecten niet helemaal overeenkwamen voor wat betreft details van de bedrijfsstructuur, waren het allemaal naamloze vennootschappen. Directeuren stonden onder toezicht van commissarissen, die door alle of

alleen door de grote aandeelhouders werden benoemd en zich soms konden laten bijstaan door burgemeesters of schepenen. Directeuren moesten de administratie regelmatig aan de aandeelhouders of hun vertegenwoordigers voorleggen, op basis waarvan zij de hoogte van het dividend bepaalden. Enkele voorstellen bevatten bepalingen over de beperkte aansprakelijkheid van de aandeelhouders, maar geen enkele repte over de aansprakelijkheid van de directie, zelfs niet voor het gedrag van de boekhouders en kassiers: de beperkte aansprakelijkheid van directeuren bleek immers al uit de bedrijfsnaam.

Door de politieke fragmentatie van de Republiek behoefden dergelijke bedrijfsvoorstellen in Holland en Zeeland alleen de goedkeuring van de plaatselijke autoriteiten; elders moesten ze voorgelegd worden aan provinciale staten. De Amsterdamse vroedschap liet zich beïnvloeden door verzet van grote kooplieden tegen de komst van een kapitaalkrachtige verzekeringsconcurrent en wellicht ook door vrees voor het aanwakkeren van speculatie. In juni wezen burgemeester en schepenen een goed doortimmerd verzekeringsproject af, waarop de Rotterdamse raad direct een sterk vergelijkbaar voorstel aannam. Bovendien popelden ambtsdragers in andere steden om een sukkelende economie te stimuleren en gaven hun goedkeuring aan 32 van de 40 projecten. Acht daarvan verlieten vervolgens het inschrijvingsstadium voor een soort van bedrijf, maar slechts zes ontwikkelden iets van activiteiten en dan nog op veel kleinere schaal dan oorspronkelijk bedoeld. Die hoge uitval laat zien dat de speculatiegolf van 1720 hier nauwelijks effect had. Anders dan in Engeland of Frankrijk ontbrak een aanjager in de vorm van de *debt-for-equity-swaps* waarmee respectievelijk de South Sea Company en John Laws Compagnie des Indes speculaties in overheidsschuld op gang brachten. De Nederlandse publieke schuld was daarvoor al te lang en te hecht gevestigd. Verder verwachtten beleggers niet dat grote kapitaalinjecties effect zouden sorteren op plaatselijke bedrijvigheid. Maar zij zagen wel ruimte voor een consolidatie van de verzekeringssector, dus schreven ze in bij het handjevol levensvatbare verzekeringsprojecten en lieten de kleinsteedse gelukszoekers links liggen.

Slechts vier bedrijven met een duidelijke verzekeringscomponent, in Rotterdam, Delft, Gouda, en één van twee in Middelburg, trokken een dusdanige belangstelling van beleggers dat hun aandelen flink boven paristegen. De maatschappij in Rotterdam bereikte de hoogste piek op 186% van de nominale waarde; niet echt het zeepbelniveau dat Franse of Engelse maatschappijen haalden. De bedrijven uit Delft en Gouda verdwenen binnen enkele jaren. Het Middelburgse verzekeringsbedrijf hield het langer uit, maar liet geen sporen na; een handelscompagnie uit dezelfde stad, de Middelburgsche Commercie Compagnie, begon met een gestort kapitaal

van 1,4 miljoen gulden, ongeveer 1/7e van de opzet, en ontwikkelde zich tot een bloeiend bedrijf in de Atlantische slavenhandel (Reinders Folmer-Van Prooijen, 2000). De Rotterdamse Maatschappij van Assurantie, Disconto en Beleening bleek de meest duurzame van de vier te zijn en bleef bestaan tot in de eenentwintigste eeuw, maar ook dit bedrijf moest zijn omvang en ambities drastisch bijstellen. De directie reduceerde het nominale kapitaal van 15 miljoen gulden eind september 1720 tot 8,5 miljoen twee jaar later, waarvan ongeveer 5%, ofwel minder dan 0,5 miljoen, gestort. Dat bleek overigens voldoende voor een solide, zij het niet bepaald dynamisch, verzekeringsbedrijf.

Tijdens de hausse van 1720 kwam er dus nauwelijks geld terecht bij de overmaatse speculatieprojecten en, ondanks wat wel beweerd werd, lijken beleggers geen klappen te hebben opgelopen (Frehen, Goetzmann & Rouwenhorst, 2012). Het beursklimaat leende zich echter wel voor opportunistische manoeuvres. Een al bestaand koloniaal handelssyndicaat reorganiseerde zich tot een naamloze vennootschap geheten Soci  t  t Berbice met een aandelenkapitaal van 3,2 miljoen gulden verdeeld in 1600 aandelen van 2.000 gulden per stuk. Het bedrijf bood 1200 aandelen te koop aan, de rest zouden de oorspronkelijke eigenaren krijgen. Deze poging om beleggers een kwijnend bedrijf aan te smeren had beperkt succes: slechts 941 aandelen, net driekwart van het totaal, werden verkocht. De directie had bovendien grote moeite om aandeelhouders over te halen om te storten toen de vooruitzichten van de onderneming duidelijk werden: in 1732 was nog slechts 42% van het kapitaal gestort, wat volgens het oorspronkelijke schema al 50% in 1724 had moeten zijn.

De onstuitbare neergang van de koloniale compagnieën

Ook de WIC deed een opportunistische gooi (Van Gelder, 2012). Sinds november 1719 steeg de prijs van WIC-aandelen, in het spoor van de VOC, gestaag van het gewone niveau van ongeveer 80% van de nominale waarde tot 200% in juli 1720. Begin augustus gaven de Staten-Generaal toestemming voor de emissie van 1600 nieuwe aandelen, waarschijnlijk tegen een prijs van 250%. Deze emissie oogt verdacht. Ten eerste hadden bewindhebbers geen idee wat ze met het geld moesten doen toen de Amsterdamse vroedschap hun verzoek had geweigerd om verzekeringsactiviteiten te mogen beginnen. Ten tweede hadden de aandelen bij 250% 12 miljoen gulden op moeten brengen, maar het bedrijf ontving slechts 3,7 miljoen. Uiteindelijk kwamen er slechts 100 aandelen daadwerkelijk op de markt; 500 werden er weggegeven, waarschijnlijk als smeergeld, en 1000 aandelen werden aan de aandeelhouders verkocht voor de nominale waarde, zodat ze een slaatje konden slaan uit de kunstmatig hoge marktprijs.

De emissie lijkt dus bedoeld geweest te zijn om opgepompte aandelen aan het publiek te slijten (Gelderblom & Jonker, ter perse; zie echter Frehen, Goetzman & Rouwenhorst, 2012). Omdat het aandelenbezit van de WIC zeer geconcentreerd was, viel dit gemakkelijk te organiseren. Die verdenking vindt bevestiging in wat daarna gebeurde. Na een piek in augustus van 450% kregen bewindhebbers toestemming om half september tegen diezelfde prijs nogmaals aandelen uit te geven. Toen was het marktsentiment echter omgeslagen, dus probeerde de WIC de emissie door te drukken. De WIC-aandelen bleven stijgen, terwijl de rest van de prijzen daalde. Het hielp allemaal niet, de emissie mislukte: er werd slechts 7.500 gulden van de beoogde 13,5 miljoen binnengehaald. Het lukte bewindhebbers evenmin om het afkalven van de WIC te stuiten. In de loop van de achttiende eeuw verloor het bedrijf verder terrein aan particuliere handelaren die het monopolie steeds openlijker ontrokken. De compagnie hield in eerste instantie stand door de schulden op te laten lopen, vervolgens door de eigen handelsactiviteiten op te schorten, en uiteindelijk door druk uit te oefenen op de Staten-Generaal voor subsidies om de West-Afrikaanse forten in stand te houden. In 1791 werd de WIC genationaliseerd toen de Staten-Generaal alle aandelen tegen 30% opkochten, wat de aandeelhouders een meevaller gaf van 8% boven de dagprijs (Den Heijer, 2007).

Ook de VOC kreeg het steeds zwaarder. De handel binnen Azië zorgde voor structurele verliezen en de kosten van het beheersen van de specerijenleveranties stegen onverbiddelijk terwijl de prijzen in Europa daalden. Alle goederen via Batavia leiden werd bovendien te duur toen concurrenten verschenen met rechtstreekse routes tussen de Aziatische productiecentra en Europa. De VOC kwam aanvankelijk met creatieve oplossingen. Bewindhebbers verdrievoudigden tussen 1670 en 1730 de jaarlijkse scheepscapaciteit en de verkopen, verschoven de goederenmix ten gunste van hoogwaardiger producten en experimenteerden met rechtstreekse vaarroutes (Gaastra, 1989, 2009). Vanaf 1730 daalden de inkomsten echter en droogden de nieuwe ideeën op. In plaats van de realiteit onder ogen te zien en te snijden in de onverantwoorde uitkeringen aan aandeelhouders, gingen de bewindhebbers daar juist mee door en stopten de gaten met vreemd vermogen, net als de WIC had gedaan (Van Zanden, 1996).

Dit beleid was financieel onverantwoord, maar onder de omstandigheden volkomen logisch. De VOC kon immers het eigen vermogen niet vergroten en was dus volkomen afhankelijk van vreemd vermogen. Weliswaar publiceerde het bedrijf geen informatie behalve veilingprijzen, toch voelden beleggers nattigheid: vanaf 1732 daalde de aandelenkoers. Een dividendverlaging zou het beursvertrouwen verder ondermijnen en daarmee de

kosten van vreemd vermogen opdrijven, dus moesten bewindhebbers de hoge dividenden wel handhaven. Vanaf het eind van de jaren 1730 had de VOC regelmatig een negatieve kasstroom. Herhaalde hervormingspogingen leverden wel hogere inkomsten op, maar bewindhebbers slaagden er niet in om de fundamentele reorganisatie op te voeren die het bedrijf nodig had (Steur, 1984; Jonker & Sluyterman, 2000). In 1760 was de schuldenlast opgelopen tot 32,3 miljoen gulden, voor het grootste deel kortlopende schulden. Tijdens de Vierde Engelse Zeeoorlog (1780-1784) raakte de VOC in een liquiditeitscrisis die het bedrijf niet meer te boven kwam. Met noodfinanciering van verschillende overheidsorganen plus een door de overheid gegarandeerde obligatielening bleven zaken nog doorlopen tot de failliete VOC genationaliseerd werd na de Franse invasie van 1795. De trotse Amsterdamse Wisselbank, die clandestien grote voorschotten aan de Compagnie had verleend, werd meegesleept in de val.

Hoogtijdagen van Amsterdam als financieel centrum

De neergang van de grote koloniale compagnieën steekt scherp af tegen de bloei van de Amsterdamse financiële markt tijdens de tweede helft van de achttiende eeuw. Deze had opvallend weinig te lijden van de crises in 1763 en 1773 (De Jong-Keesing, 1939; Schnabel & Shin, 2004). De koloniale handelssector beproefde een innovatieve financiële methode in de vorm van door hypotheek gedekte effecten, waarmee Caraïbische plantage-eigenaren laagrentende leningen konden sluiten in de Republiek. Dergelijke geldleningen, die 'negotiaties' heetten, borduurden voort op juridische constructies die Jean Deutz al sinds 1695 gebruikte om zijn met kwikleveranties gedekte leningen aan de Oostenrijkse keizer op de markt te zetten (Elias, 1963; Van der Voort, 1973). In de recente financiële crisis was een belangrijke rol voor vergelijkbare asset-backed securities weggelegd (Gorton en Metrick, 2013). De constructie zat als volgt in elkaar. Een handelshuis sloot een hypotheek op één of meerdere Caraïbische suiker-, koffie- of cacaoplantages, verpakte deze tot een negotiatie en verkocht obligaties van of aandelen in de negotiatie door aan beleggers. Het handelshuis voerde de directie over de negotiatie en zorgde ervoor dat de plantage zijn verplichtingen nakwam met de opbrengst van productzendingen, waarvoor de betrokken firma meestal het exclusieve verkooprecht had. Voor de handelshuizen was dit een droomconstructie, want ze konden hun goederenzaken doen groeien en tegelijk de risico's ervan doorschuiven naar beleggers. Bovendien schiepen ze zo een rijke nieuwe bron van commissie-inkomsten voor zichzelf, want ze lieten zich betalen voor alle handelingen: het regelen van de hypotheek, het organiseren en leiden van de negotiatie, het verschepen en verkopen van de producten en de rentebetalingen. In 1753 verkocht de firma Deutz de eerste plantagenegotiatie.

Omdat plantages een structureel geldgebrek kenden, ontstond er een stormloop op dit lucratieve recept. Binnen een paar jaar brachten beleggers ongeveer 80 miljoen gulden op, met als gevolg een stevige kredietinflatie op de terreinen waar het om ging: snel stijgende plantageprijzen, twijfelachtige of ronduit frauduleuze hypotheektaxaties en veel te soepele kredietgrenzen, plantage-eigenaren die tot hun oren in de schulden zaten en een overproductie van koloniale producten. Toen de productprijzen begin jaren 1770 daalden en slavenopstanden de opbrengsten van het plantagebedrijf nog verder ondermijnden, stokten de betalingen en rond 1780 hadden bijna alle negotiaties ernstige achterstanden. Hoewel sommige negotiaties zich uiteindelijk herstelden dankzij prudent beleid, moesten de meeste afgeschreven worden (Jonker, 2002). De negotiatievorm vond geen verspreiding naar andere economische sectoren omdat die er geen behoefte aan hadden, maar sommige buitenlandse leningen uit de jaren 1780 en 1790 hadden dezelfde of een vergelijkbare vorm.

In 1774 zag een andere opmerkelijke innovatie het licht toen Abraham van Ketwich het eerste beleggingsfonds opende, Eendracht Maakt Macht geheten. Dit fonds, opgezet om de voordelen van een actief beheerde, gediversifieerde portefeuille ook aan kleinere investeerders te bieden, leek opvallend veel op moderne beleggingsfondsen (Berghuis, 1967; Rouwenhorst, 2005). De markt was er nog niet klaar voor; Van Ketwichs fonds en twee navolgers wisten niet meer dan 2,5 miljoen gulden bijeen te brengen. Driekwart daarvan ging verloren tijdens de politieke omwentelingen aan het einde van de achttiende eeuw. Waarschijnlijk stelden beleggers liever hun eigen portefeuilles samen uit het snel groeiende aanbod van buitenlandse effecten. Vanaf omstreeks 1770 brachten vooral Amsterdamse handelshuizen een groot aantal leningen uit voor landen als Oostenrijk, Zweden, Polen, Rusland, Denemarken, Portugal, Spanje en de pas opgerichte Verenigde Staten, tot een totaalbedrag van zo'n 1,5 miljard gulden in 1800 (Riley, 1980). Een dicht netwerk van commissionairs en effectenmakelaars verspreide die effecten over het hele land (Buist, 1974). Hoewel indertijd verketterd als onvaderlandslievend wegens een vermeende afkeer van binnenslandse beleggingen, onderstreepte deze uitstroom het gebrek aan voldoende investeringsmogelijkheden binnen het eigen land. De rentestand in de Republiek was namelijk nog steeds lager dan in het buitenland.

De tweede onderscheiden periode biedt dus een gemengd beeld voor wat betreft de evolutie van naamloze vennootschappen. De beide koloniale handelscompagnieën gingen uiteindelijk aan hun scheve structuur ten onder. Tegelijkertijd kwam echter uit de aloude firma met omschreven doel een vorm van naamloze vennootschap voort die, anders dan VOC en WIC, wel een

evenwichtige structuur bezat. Ten tijde van de projectengolf van 1720 was deze vorm al vrijwel uitgekristalliseerd, zodat die gemakkelijk verdere verspreiding kon vinden in de consoliderende nijverheidssector.

5 Nieuwe uitdagingen, 1795-1850

De onrust aan het eind van de achttiende eeuw luidde een periode in van economische stagnatie die zo'n 50 jaar zou duren. Tussen 1795 en 1813 was Nederland een Franse satellietstaat en daarmee een vijand van Engeland, de vroegere bondgenoot, die nu de Nederlandse bezittingen overzee één voor één overnam. Handelsembargo's dwongen kooplieden tot een uiterste vernuftigheid om de goederenstromen op gang te houden, maar vanaf 1811 kwamen deze vrijwel helemaal stil te liggen (Jonker & Sluyterman, 2000). Na het herstel van de onafhankelijkheid in 1813 bereikte de handel nooit meer zijn vroegere niveau. Amsterdam was zijn Europese distributiefunctie kwijtgeraakt, zodat de handel inkromp tot wat er nodig was om het directe achterland te bedienen. Weliswaar kreeg Nederland de overzeese bezittingen terug, maar kooplieden konden de gevestigde Britse en Amerikaanse concurrentie niet goed aan, eens te meer omdat het ontbrak aan kwalitatief sterke exportproducten (Jonker, 1996).

Het neo-mercantilistische complex rond de NHM

Vanaf de tweede helft van de jaren 1820 kwam er langzamerhand verbetering in de situatie dankzij een omvattend neo-mercantilistisch regeringsbeleid opgebouwd rond de in 1824 opgerichte Nederlandsche Handel-Maatschappij (NHM). De NHM was een grote koloniale handelsonderneming geïnspireerd door de VOC (Jonker & Sluyterman, 2000). Het bedrijf trad op als overheidsagent voor de verscheping en verkoop van de koloniale waren die de koloniale autoriteiten in Nederlands-Indië als belasting in natura hieven. De door de NHM betaalde vrachtprijzen lagen boven de markt, wat de Nederlandse scheepsbouw stimuleerde, terwijl gerichte in- en uitvoertarieven de opkomst van een gemechaniseerde verwerkingsindustrie bevorderde. Dat gebeurde met name in de suikerraffinaderij, die op zijn beurt weer de groei van de machinefabrieken meetrok (Van Zanden, 1987).

Rond 1850 beschikten zowel Amsterdam als Rotterdam over grote, bloeiende machinefabrieken, die in Amsterdam voortkwamen uit de verwerkingsindustrie en in Rotterdam uit door de overheid ondersteunde scheepvaartmaatschappijen en marine-orders. Beide steden bezaten bovendien grote gasfabrieken voor straatlantaarns en de verlichting van fabriekshallen. Naast die machinefabrieken, suikerraffinaderijen en gasfabrieken staken de andere opkomende industrieën, zoals de textiel fabrieken in Twente en Brabant, qua omvang bleek af. Eind jaren 1830 werden er twee com-

pagnieën opgericht met de bedoeling spoorlijnen te leggen naar België en Duitsland. De eerste spoorlijn werd in 1839 geopend (Fritschy, 1983; Van den Broeke, 1985; Veenendaal, 1998).

De rek van het bestaande raamwerk

De bestaande juridische en financiële kaders bleken volkomen toereikend voor deze vroege industrialisatiefase (Jonker, 1996). Tijdens de Franse bezetting was het rechtssysteem volkomen herzien, maar dit had weinig invloed gehad op de zakelijke praktijk. In 1811 had Napoleon de Code de Commerce (Wetboek van Koophandel) opgelegd, die drie bedrijfsvormen onderscheidde: de besloten maatschap met onbeperkte aansprakelijkheid, de commanditaire vennootschap of CV, en de naamloze vennootschap of NV. Oprichting van de eerste twee vergde nauwelijks formaliteiten, de inschrijving van een maatschapsakte bij de lokale rechtbank volstond. De oprichting van een NV werd nu echter aan een officiële goedkeuringsprocedure onderworpen. Dat was voor het eerst; tot die tijd konden dergelijke vennootschappen eenvoudig worden opgericht door middel van een notariële akte. Zo had bijvoorbeeld de Associatie Cassa, de eerste handelsbank in NV-vorm, het nog in 1806 gedaan.

De eis van een goedkeuringsprocedure klemde eens te meer omdat de regering van Willem I een vergaande bemoeienis met het economische leven aan de dag legde. Opeenvolgende wetsvoorstellen ter vervanging van de Code de Commerce bevatten zelfs voorschriften voor een officiële beoordeling van jaarverslagen, notulen van aandeelhoudersvergaderingen en de vermogenspositie van NV's. Die vergaande voorstellen sneuvelen op luidruchtige protesten uit de zakelijke gemeenschap, zodat het Wetboek van Koophandel dat de Tweede Kamer uiteindelijk in 1838 aannam niet veel verder ging dan tamelijk vrijblijvende voorschriften over de inrichting van naamloze vennootschappen. De voorafgaande officiële goedkeuring van NV-statuten bleef echter overeind. De regering keurde ook ten minste twee keer, in 1837 en in 1857, ingediende statuten af, allebei voor nieuwe banken. Het aantal NV's steeg maar langzaam, in 1850 telde Nederland er nog slechts 137. Zakenlieden konden de wet echter eenvoudig omzeilen door een CV met verhandelbare aandelen op te richten en ze deden dat ook op vrij grote schaal. In de jaren 1820 gebruikten veel verzekeringsfirma's deze vorm. De twee grootste Amsterdamse fabrieken, een machinefabriek en een suikerraffinaderij, waren allebei CV's met verhandelbare aandelen totdat ze in de jaren 1840 onder druk van grote schuldeisers uiteindelijk werden gereorganiseerd tot NV's. De wet vormde dus praktisch gesproken geen belemmering voor de groei van bedrijven, maar bevatte anderzijds ook geen voorschriften die een disciplinerende werking op NV's konden hebben, bijvoorbeeld een verplichting tot

controle van de boekhouding of het publiceren van jaarrekeningen. Dit gebeurde dan ook niet totdat één van de spoorwegbedrijven in de jaren 1840 maandelijks verschoffers en jaarrekeningen ging publiceren om vertrouwen bij beleggers te wekken met het oog op toekomstige aandelenemissies. Daarna keerde het tij geleidelijk; vanaf het begin van de jaren 1850 werd het publiceren van een soort jaarverslag geleidelijk tot norm.

De aard van de geldmarkt

De groei van het bedrijfsleven ondervond ook geen bemerking van geldgebrek. De opvatting dat de trage industrialisatie van Nederland veroorzaakt zou zijn door een onwil van beleggers om in bedrijven te investeren is omstandig weerlegd. Het financiële systeem behield namelijk zijn opmerkelijke vermogen om zonder veel moeite grote bedragen bijeen te brengen (De Vries, 1982; Jonker, 1991, 1996). Het centrale punt van dit systeem bleef de openbare beurs, het speelterrein van een grote en diverse groep kooplieden-bankiers, commissi-onairs en effectenhandelaren. Kooplieden-bankiers als Hope & Co., Van Eeghen & Co. en D. Crommelin & Sn. deelden daar de lakens uit. Ze combineerden gewoonlijk verschillende activiteiten met elkaar, zoals de handel in grondstoffen, effecten, verzekeringen en daggeld, en hielden er soms ook nog een rederij op na. Vanaf tenminste het einde van de achttiende eeuw, en waarschijnlijk al veel eerder, fungeerde de prolongatie of *on-call market* als het vliegwieltje van de markt. Zowel zakenlieden als particulieren staken namelijk hun overvloedige contanten in effecten, die ze beleenden wanneer ze geld nodig hadden (Jonker, 1996). De Wisselbank bestond niet meer, maar de Associatie Cassa bloeide en inspireerde één of twee navolgers op kleinere schaal, terwijl de Rotterdamse firma R. Mees & Zn. ook al voorzichtig opschoof van het aanbieden van kassiersdiensten naar het bankwezen. In 1814 richtte koning Willem I De Nederlandsche Bank op als de circulatiebank van zijn nieuwe koninkrijk. De Amsterdamse financiële wereld stond echter vijandig tegen deze inmenging van buitenaf. De bank ontwikkelde zich daardoor slechts langzaam en paste zich naadloos aan bij het patroon van kortlopende kredieten op wissels en het belenen van effecten. Tot aan het eind van de jaren 1840 beperkten de activiteiten zich tot Amsterdam.

Inmiddels had de effectenhandel een grotere transparantie gekregen sinds de publicatie van een reguliere koerslijst in 1796. Vervolgens ging in 1828 het kersverse *Algemeen Handelsblad* een stap verder met het afdrucken van concurrerende, zelf op de beurs verzamelde prijzen, wat de hoofdredacteur op een muilpeer van een boze handelaar kwam te staan (Jonker, 1996). Een andere welkome vernieuwing uit de Franse Tijd waren de administratiekantoren, opgezet door makelaars om de liquiditeit van de handel te bevorderen. De administra-

tiekantoren deden dit door de oorspronkelijke, in buitenlandse valuta luidende effecten te vervangen door eigen, in guldens gestelde certificaten met dezelfde rechten. Administratiekantoren leverden dus een wezenlijke bijdrage aan de handel in binnen- en buitenlandse effecten door het scheppen van een grotere liquiditeit en het verlagen van de kosten van rentebetalingen en aflossingen; de administratiekantoren ondersteunden materieel de volumineuze handel in Nederlandse en buitenlandse effecten. Daarmee bevorderden ze het vermogen van de markt om grote sommen geld bijeen te brengen, terwijl het geconcentreerde bezit bovendien een sterke positie verschafte in onderhandelingen volgend op een déconfiture (Veenendaal, 1996; Jonker, 1996).

Als voorheen bleven nieuwe emissies het terrein van de handelshuizen, die de effecten doorverkochten via netwerken van commissi-onairs die soms al sinds het eind van de achttiende eeuw bestonden (Buist, 1974). Hope & Co. behield zijn greep op de Russische leningen tot in de jaren 1850, maar voor het overige had Amsterdam zijn positie als de leidende emissie markt aan Londen verloren en moest zich tevreden stellen met een positie als eerste van de secundaire markten. Buitenlandse effecten bleven de prijsscourant beheersen en hun aantal stond in scherp contrast met het magere aantal Nederlandse industriële fondsen. Toch stonden beleggers allerm minst afwijzend tegenover binnenlandse effecten. De CV's op aandelen hadden niet te klagen over een gebrek aan belangstelling, maar ze fungeerden in zekere zin als gesloten clubs waarvan de leden hun aandelen vasthielden zodat ze niet erg liquide waren. Wanneer projecten een rendement boden gelijk aan of hoger dan de overheidsschuld kostte het bovendien weinig moeite om ze aan de man te brengen (Jonker, 1996). Het lage aantal binnenlandse industriële fondsen weerspiegelde slechts de economische achterstand ten opzichte van Engeland, België of Frankrijk. Natuurlijk had niet ieder plan om aan geld te komen succes. Maar het handjevol mislukte projecten en gevallen van kapitaalimport uit het buitenland vinden allemaal hun verklaring in andere dan financiële factoren. Sommige gevallen waren eenvoudig politiek impopulaire voorstellen, zoals De Nederlandsche Bank in 1814. Andere betroffen slecht lopende bedrijven als de spoorwegenmaatschappijen en de machinefabrieken na het neo-mercantilistische beleid van de jaren 1840. Bij de derde categorie, de kapitaalimport door spoorwegbedrijven en nutsbedrijven, gaat het altijd om de import van technologie waarvoor de leverancier betaling accepteerde in de vorm van aandelen in het bedrijf. In geen van deze gevallen viel beleggers dus iets te verwijten.

Tijdens de derde periode die we onderscheidde deden zich ingrijpende economische en juridische veranderingen voor. Toch veroorzaakten die geen discontinu-

iteit in de geleidelijke evolutie van vennootschapsvormen. Ondernemers behielden een zeer grote vrijheid bij het inrichten van hun bedrijven; wie opzag tegen de goedkeuringsprocedure voor NV's had in de CV op aandelen een gemakkelijk alternatief. Aanwijzingen voor fundamentele financieringsproblemen ontbreken, wel valt op dat er kennelijk geen grote aandrang bestond tot regelmatige openbare verslaglegging.

6 Conclusie

In deze bijdrage is vanuit een bedrijfseconomisch en historisch perspectief naar de organisatie van grote ondernemingen gekeken. Deze aanpak is interessant voor bedrijfseconomen, omdat voor hen gangbare analyses en begrippenkaders worden toegepast in een institutionele setting die sterk verschilt van de situatie waarin de ideeën en theorieën zijn ontwikkeld. Onze analyse biedt als het ware een *out of sample*-toets van de relevantie van financieel-economische theorie voor het begrijpen van de ontwikkeling van naamloze vennootschappen.

Onze analyse toont dat bij de evolutie van naamloze vennootschappen in Nederland overwegingen van juridische systematiek slechts een ondergeschikte rol speelden. De hand van de overheid woog bovendien veel zwaarder dan belangen van aandeelhouders bij de vorming van de grote koloniale compagnieën, al wisten beleggers bij de totstandkoming van de WIC een deel van het terrein dat bij de VOC verloren was weer terug te winnen. Beide bedrijven werden vervolgens diepgaand gevormd door eisen van financieel beleid, die weer hun oorsprong vonden in de te nauwe band met de overheid. De scheve verhoudingen leidden uiteindelijk bij beide bedrijven tot een geleidelijke financiële ondergang als gevolg van een toenemende wanverhouding tussen eigen en vreemd vermogen.

Qua structuur, aard en omvang bleven de koloniale handelscompagnieën afwijken van het in de Republiek normale patroon. Hoewel de gangbare schaal van bedrijvigheid geen bijzondere vennootschapsvormen vergde, ging de evolutie van het denken over vennootschapsvormen gewoon door. In 1720 bleken, getuige de details van gelanceerde projecten, grote vorderingen gemaakt te zijn. Beperkte aansprakelijkheid van bestuurders was een uitgemaakte zaak geworden, evenals een mate van aandeelhoudersinvloed op het beleid en een regelmatige verslaglegging. Toen de verwerkende nijverheid vanaf de jaren 1740 een consolidatiefase bereikte, konden zakenlieden zodoende teruggrijpen op min of meer klaarliggende organisatievormen. Die toonden zich vervolgens flexibel genoeg om ook de beginnende industrialisatie tijdens de eerste helft van de negentiende eeuw te faciliteren. Het onder Napoleon en Willem I geschapen wettelijke kader legde namelijk vrij vage normen aan en liet ondernemers volop ruimte om hun bedrijven min of meer naar eigen goeddunken in te richten. Kennelijk voldeed die situatie voor alle betrokkenen, want Nederland zou uiteindelijk pas in 1928 een wet op de naamloze vennootschap krijgen. ■

Prof. dr. A. de Jong is hoogleraar Ondernemingsfinanciering aan Rotterdam School of Management, Erasmus University en hoogleraar Financial Accounting aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Prof. dr. J.P.B. Jonker is de NEHA hoogleraar Bedrijfsgeschiedenis aan de Universiteit van Amsterdam en universitair hoofddocent aan de Universiteit van Utrecht.

Prof. dr. A. Röell is hoogleraar Public and International Affairs aan Columbia University in New York (VS).

Noten

■ Dit artikel is gebaseerd op De Jong, Jonker en Röell (2013).

Literatuur

- Asser, W.D.H. (1983). *In solidum of pro parte, een onderzoek naar de ontwikkelingsgeschiedenis van de hoofdelijke en gedeelde aansprakelijkheid van vennoten tegenover derden*. Leiden: E.J. Brill.
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. In: G.M. Constantinides, M. Harris & R.M. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (pp. 1-109). Amsterdam: Elsevier.
- Berghuis, W.H. (1967). *Ontstaan en ontwikkeling van de Nederlandse beleggingsfondsen tot 1914*. Assen: Van Gorcum.
- Blok, P.J. (1900a). Het plan tot oprichting eener compagnie van assurantie. In: *Bijdragen voor Vaderlandsche Geschiedenis en Oudheidkunde* (vol. 4, pp. 1-41). Arnhem: Nijhoff.
- Blok, P.J. (1900b). Koopmansadviezen aangaande het plan tot oprichting eener compagnie van assurantie 1629-1635. In: *Bijdragen en mededeelingen van het Historisch Genootschap* (vol. 21, pp. 1-160). Groningen: Wolters.
- Brakel, S. van (1908). *De Hollandse handelscompagnieën der zeventiende eeuw, hun ontstaan, hunne inrichting*. Den Haag: Nijhoff.
- Brakel, S. van (1909). Vroedschapsresolutiën, sententiën en notarieele acten betreffende de Noordsche Compagnie. In: *Bijdragen en mededeelingen van het Historisch Genootschap* (vol. 30, pp. 255-400). Groningen: Wolters.

- Brakel, S. van (1912). Bijdrage tot de geschiedenis der naamloze vennootschap. In: *Rechtsgeleerd magazijn* (vol. 31, pp. 261-306).
- Brakel, S. van (1914). Ontbrekende schakels in ons vennootschapsrecht. In: *Rechtshistorische opstellen aangeboden aan mr. S.J. Fockema Andreae* (pp. 153-194). Haarlem: Bohn.
- Brakel, S. van, (1917). Vennootschapsvormen in Holland gedurende de zeventiende eeuw. In: *Rechtsgeleerd magazijn* (vol. 36, pp. 1-30, 145-189).
- Breedvelt-Van Veen, F. (1935). *Louis de Geer 1587-1652* (Proefschrift Utrecht).
- Broeke, W. van den (1985). *Financiën en financiers van de Nederlandse spoorwegen 1837-1890*. Zwolle: Waanders.
- Buist, M.G. (1974). *At spes non fracta, Hope & Co. 1770-1815, merchant bankers and diplomats at work*. Amsterdam: Mees & Hope.
- Dari-Matiacci, G., Gelderblom, O.C., Jonker, J., & Perotti, E. (2013). *The emergence of the corporate form* (Amsterdam Law School Research Paper No. 2013-11). Geraadpleegd op <http://ssrn.com/abstract=2223905>.
- Dehing, P.W.N.M. (2012). *Geld in Amsterdam, wisselbank en wisselkoersen 1650-1725*. Hilversum: Verloren.
- De Smedt, O. (1940-1941). De keizerlijke verordeningen van 1537 en 1539 op de obligaties en wisselbrieven, eenige kanttekeningen. In: *Nederlandsche historiebladen* (vol. 3, pp. 15-35).
- Dillen, J.G. van (1930). Isaac le Maire en de handel in actiën der Oost-Indische Compagnie. In: *Economisch-historisch jaarboek* (vol. 16, pp. 1-165). Den Haag: Nijhoff.
- Dillen, J.G. van (1964). De termijnhandel in effecten op de Amsterdamse beurs. In: *De termijnhandel in effecten op de Amsterdamse beurs. Mensen en achtergronden* (pp. 466-483). Groningen: Wolters Noordhoff.
- Eeghen, I.H. van (1958). De brouwerij de Hooiberg. In: *Jaarboek van het Genootschap Amstelodamum* (vol. 50, pp. 46-97).
- Elias, J.E. (1963). *De vroedschap van Amsterdam 1578-1795*. Amsterdam: N. Israel.
- Frehen, R., Goetzmann, W., & Rouwenhorst, K.G. (2012). *New evidence on the first financial bubble* (Yale ICF Working Paper No. 09-04). Geraadpleegd op <http://ssrn.com/abstract=137100>. Verschijnt in *Journal of Financial Economics*.
- Fritschy, J.M.F. (1983). Spoorwegaanleg in Nederland van 1831 tot 1845 en de rol van de staat daarin. In: *Economisch en sociaalhistorisch jaarboek* (vol. 43, pp. 180-227). Den Haag: Nijhoff.
- Froot, K.A., Scharfstein, D.S., & Stein, J.C. (1993). Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies. *Journal of Finance*, 48(5), 1629-1658.
- Gaastra, F.S. (2009). *De geschiedenis van de VOC*. Zutphen: Walburg Pers.
- Gaastra, F.S. (1989). *Bewind en beleid bij de VOC 1672-1702*. Zutphen: Walburg Pers.
- Gelder, H.E. van (1916). Scheepsrekeningen van enkele der vroegste Guineavaarten. In: *Economisch Historisch Jaarboek* (vol. 2, pp. 239-257). Den Haag: Nijhoff.
- Gelder, R. van (2012). *Naar het aards paradijs, het rusteloze leven van Jacob Roggeveen, ontdekker van Paaseiland 1659-1729*. Amsterdam: Balans.
- Gelderblom, O.C. (2013). Cities of commerce. *The institutional foundations of international trade in the low countries 1250-1650*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Gelderblom, O.C. (2000). *Zuid-Nederlandse kooplieden en de opkomst van de Amsterdamse stapelmarkt 1578-1630*. Hilversum: Verloren.
- Gelderblom, O.C., & Jonker, J. (2004). Completing a financial revolution: the finance of the Dutch East India trade and the rise of the Amsterdam capital market 1595-1612. *Journal of Economic History*, 64, 641-672.
- Gelderblom, O.C., & Jonker, J. (2005). Amsterdam as the cradle of futures trading. In: W.N. Goetzmann & K.G. Rouwenhorst (Eds.), *The Origins of Value, the Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* (pp. 189-205). Oxford: Oxford University Press.
- Gelderblom, O.C., Jong, A. de, & Jonker, J. (2011). An admiralty for Asia, business organization and the evolution of corporate governance in the Dutch Republic 1590-1640. In: J.G.S. Koppell (Ed.), *Origins of shareholder advocacy* (pp. 29-60). New York, Palgrave Macmillan.
- Gelderblom, O.C., Jong, A. de, & Jonker, J. (2013). *Formative years of the modern corporation, the Dutch East India Company VOC 1602-1623*. Geraadpleegd op <http://ssrn.com/abstract=2116137>.
- Gelderblom, O.C., & Jonker, J. (ter perse). Mirroring different follies, the character of the 1720 bubble in the Dutch republic. In: W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst & T. Young, (Eds.), *The great mirror of folly: Finance, culture, and the crash of 1720*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Gorton, G., & Metrick, A. (2013). Securitization. In: G.M. Constantinides, M. Harris & R.M. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (pp. 1-70). Amsterdam: Elsevier.
- Groeneveld, F.P. (1940). *De economische crisis van het jaar 1720*. Groningen: Noordhoff.
- *Het groote tafereel der dwaasheid, vertoonende de opkomst, voortgang en ondergang der actie, bubbel en windnegotie, in Vrankryk, Engeland, en de Nederlanden, gepleegt in den jaare MDCCXX. Zynde een verzameling van alle de conditien en projecten van de opge-regte compagnien van assurantie, navigatie, commercie, &c. in Nederland ... als meede konst-plaaten, comedien en gedigten, door verscheide liefhebbers uytgegeeven* (S.n. s.d. 1720) (zie ook <http://beinecke.library.yale.edu/digitalibrary/mirroroffolly.html>).
- Heijden, E.J.J. van der (1914). Over den juridischen oorsprong der Naamloze Vennootschap. In: *Rechtshistorische opstellen aangeboden aan mr. S.J. Fockema Andreae* (pp. 132-152). Haarlem: Bohn.
- Heijden, E.J.J. van der (1908). *De ontwikkeling van de naamloze vennootschap in Nederland vóór de codificatie*. Amsterdam: Van der Vecht.
- Heijer, H.J. den (2007). *De geschiedenis van de WIC*. Zutphen: Walburg Pers.
- Heijer, H.J. den (2005). *De geoctroieerde compagnie, de VOC en de WIC als voorlopers van de naamloze vennootschap*. Deventer: Kluwer.
- L'Honoré Naber, S.P. (1931). *Joannes de Laet, laerlyck verhael van de verrichtingen der Geoctroieerde West-Indische Compagnie*. Vol. 1. Den Haag: Nijhoff.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jong, A. de, Jonker, J., & Röell, A. (2013). Dutch corporate governance 1602-1850. In: G. Caprio (Ed.), *Handbook of key global financial markets, institutions, and infrastructure* (vol. 1, pp. 73-83). Oxford: Elsevier.
- Jong-Keesing, E.E. de (1939). *De economische crisis van 1763 te Amsterdam*. Amsterdam: Internationale Uitgevers- en Handelsmaatschappij.
- Jongh, J.M. de (2011). Shareholder activists avant la lettre, the complaining participants in the Dutch East India Company 1622-1625. In: J.G.S. Koppell (Ed.), *Origins of shareholder advocacy* (pp. 61-88). New York: Palgrave Macmillan.

- Jonker, J., (2002). De vroege geschiedenis van de firma Insinger & Co. In: *Jaarboek Amstelodamum* (vol. 94, pp. 110-131).
- Jonker, J., (1996). *Merchants, bankers, middlemen, the Amsterdam money market during the first half of the 19th century*. Amsterdam: NEHA.
- Jonker, J., (1991). Lachspiegel van de vooruitgang, het historiografische beeld van de Nederlandse industrie-financiering in de negentiende eeuw. *NEHA-Bulletin*, 5, 5-23.
- Jonker, J., & Sluiterman, K.E. (2000). *Thuis op de wereldmarkt, Nederlandse handelshuizen door de eeuwen heen*. Den Haag: SDU.
- Klein, P.W. (1965). *De Trippen in de 17e eeuw*. Assen: Van Gorcum.
- Korte, J.P. de (1984). *De jaarlijkse financiële verantwoording in VOC*. Leiden: Nijhoff.
- Lesger, C.M. (2006). *The rise of the Amsterdam market and information exchange: Merchants, commercial expansion and change in the spatial economy of the Low Countries, c. 1550-1630*. Aldershot: Ashgate Publishing.
- Mansvelt, W.M. F. (1922). *Rechtsvorm en financieel beheer bij de VOC*. Amsterdam: Swets & Zeitlinger.
- Meijer, A.C. (1986). Liefhebbers des Vaderlands ende beminders van de commercie", de plannen tot oprichting van een Generale Westindische Compagnie gedurende de jaren 1606-1609. In: *Archief, mededelingen van het Koninklijk Zeeuwisch Genootschap der Wetenschappen* (pp. 21-72).
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nieuwkerk, M. van (red.) (2009). *De Wisselbank, van stadssbank tot bank van de wereld*. Arnhem: Sonsbeek Publishers.
- Petram, L.O. (2011a). *The world's first stock exchange, how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700* (Proefschrift, Universiteit van Amsterdam, Amsterdam).
- Petram, L.O. (2011b). *De bakermat van de beurs, hoe in zeventiende-eeuws Amsterdam de moderne aandelenhandel ontstond*. Amsterdam: Atlas.
- Punt, H.M. (2010). *Het vennootschapsrecht van Holland, het vennootschapsrecht van Holland, Zeeland en West-Friesland in de rechtspraak van de Hoge Raad van Holland, Zeeland en West-Friesland*. Deventer: Kluwer.
- Rees, O. van (1868). *Geschiedenis der koloniale politiek van de Republiek der Vereenigde Nederlanden*. Utrecht: Kemink.
- Reinders Folmer-Van Prooijen, C. (2000). *Van goederenhandel naar slavenhandel, de Middelburgse Commerciale Compagnie*. Middelburg: Koninklijk Zeeuwisch Genootschap der Wetenschappen.
- Riley, J.C. (1980). *International government finance and the Amsterdam capital market 1740-1815*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Rouwenhorst, K.G. (2005). The origins of mutual funds. In: W.N. Goetzmann en K.G. Rouwenhorst (Eds.), *The origins of value: The financial innovations that created modern capital markets* (pp. 249-271). Oxford: Oxford University Press.
- Schalk, R., Gelderblom, O., & Jonker, J. (2012). Schipperen op de Aziatische vaart, de financiering van de VOC kamer Enkhuizen 1602-1622. *BMGN - The Low Countries Historical Review*, 127(4), 3-27.
- Schnabel, I., & Shin, H.S. (2004). Liquidity and contagion: The crisis of 1763. *Journal of the European Economic Association*, 6, 929-968.
- Schneeloch, N.H. (1982). *Aktionäre der Westindischen Compagnie von 1674*. Stuttgart: Klett-Cotta.
- Schneeloch, N.H. (1973). Die Bewindhebber der Westindischen Compagnie in den Kammer Amsterdam 1674-1700. In: *Economisch- en sociaalhistorisch jaarboek* (vol. 36, pp. 1-52). Den Haag: Nijhoff.
- Schneeloch, N.H. (1971). Das Grund- und Betriebskapital der zweiten West-Indischen Compagnie. In: *Economisch- en sociaalhistorisch jaarboek* (vol. 34, pp. 324-331). Nijhoff: Den Haag.
- Stapel, F.W., & den Dooren de Jong, E.L.G. (1928). Bijdragen tot de geschiedenis der zeeverzekering I: De zeeverzekering der Vereenigde Oostindische Compagnie. *Het Verzekeringsarchief*, 9, 81-108.
- Steur, J.J. (1984). *Herstel of ondergang, de voorstellen tot redres van de VOC 1740-1795* (Proefschrift Leiden). Utrecht: HES.
- Tirole, J. (2005). *The theory of corporate finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Unger, R.W. (2001). *A history of brewing in Holland, 900-1900: Economy, technology and the state*. Leiden: Brill.
- Veenendaal, A.J. (1998). *De ijzeren weg in een land vol water, beknopte geschiedenis van de spoorwegen in Nederland 1834-1958*. Amsterdam: Bataafsche Leeuw.
- Veenendaal, A.J. (1996). *Slow train to paradise, how Dutch investment helped to build American railroads*. Stanford: Stanford University Press.
- Visser, C. (1927). *Verkeersindustrieën te Rotterdam in de tweede helft der achttiende eeuw* (Proefschrift Rotterdam).
- Voort, J.P. van de (1973). *De Westindische plantages van 1720 tot 1795. Financiën en handel*. Eindhoven: Drukkerij de Witte.
- Vries, J. de, (1982). Kapitaalmarkt, industrialisatie en opinie in Nederland 1770-1940. In: P.W. Klein (red.), *De faktor kapitaal, economische ontwikkeling en kapitaalmarkt in Nederland* (pp. 28-41). Rotterdam: Erasmus Universiteit.
- Vries, J. de (1968). *De economische achteruitgang van de Republiek in de achttiende eeuw*. Leiden: Stenfort Kroese.
- Vries, J. de, & Woude, A. van der (1995). *Nederland 1500-1815, de eerste ronde van moderne economische groei*. Amsterdam: Balans.
- Wee, H. van der (1993). Antwerp and the new financial methods of the 16th and 17th centuries. In: *The low countries in the early modern world* (pp. 145-166). Aldershot: Ashgate.
- Wee, H. van der (1963). *The growth of the Antwerp market and the European economy*. Den Haag: Nijhof.
- Yntema, R.J. (1992). The brewing industry in Holland, 1300-1800: A study in industrial development (Proefschrift, University of Chicago, Chicago).
- Zanden, J.L. van (1996). Over de rationaliteit van het ondernemersgedrag van de VOC: enkele empirische bevindingen. In: C.A. Davids, W. Fritschy & L.A. van der Valk (red.), *Kapitaal, ondernemerschap en beleid, studies over economie en politiek in Nederland, Europa en Azië, afscheidsbundel voor prof. dr. P.W. Klein* (pp. 409-422). Amsterdam: NEHA.
- Zanden, J.L. van (1987). *De industrialisatie van Amsterdam 1825-1914*. Bergen: Octavo.
- Zanden, J.L. van, & Riel, A. van (2004). *The strictures of inheritance. The Dutch economy in the nineteenth century*. Princeton, NJ: Princeton University Press.