

Beschermingsmaatregelen, marktliquiditeit en de beurskoers

P.W. Moerland*

Velen houden het erop dat de cumulatie van beschermingsmaatregelen in belangrijke mate debet is aan het achterblijven van de beurskoersen in Nederland. In deze bijdrage wordt betoogd dat ook de relatief beperkte mate van marktliquiditeit van veel Nederlandse fondsen een rol kan spelen. Opvoering van deze liquiditeitsgraad staat evenwel op gespannen voet met de uitoefening van effectieve zeggenschap. Niettemin lijken in het spanningsveld van zeggenschap, beschermingsconstructies en marktliquiditeit nog verbeteringen door te voeren waar de koersvorming ter beurze wel bij kan varen. Een sleutelrol hierbij is weggelegd voor de beheersing van informatieproblemen tussen ondernemingsbestuur en beleggers.

Drukken beschermingsmaatregelen de beurskoers van een aandeel? Deze vraag is niet zo gemakkelijk eenduidig te beantwoorden. Uit empirisch onderzoek in de Verenigde Staten, maar ook in ons land, komt in het algemeen naar voren dat de publieke aankondiging van het introduceren van beschermingsmaatregelen een negatief effect heeft op de beurskoers, zeker in die gevallen waarin sprake is van een overnamedreiging. De markt interpreteert dergelijke aankondigingen, zo wordt dan gesteld, als slecht nieuws, en daarom kunnen beschermingsmaatregelen beter achterwege blijven.

Deze redenering klinkt op zichzelf genomen plausibel maar laat zich naar mijn idee nader nuanceren. Vergelijk de aankondiging van een aandelenemissie. Uit overeenkomstig empirisch onderzoek komt naar voren dat dit feit ook leidt tot significant negatieve koersreacties. Moeten dergelijke emissies om die reden dan maar achterwege blijven? Dat hangt ervan af. Als de emissie-opbrengst zou worden gebruikt voor de financiering van slechte investeringsprojecten dan is de afstraffing terecht. Als de emissie-opbrengst evenwel zou worden gebruikt voor de financiering van prima investeringsprojecten, die door de ondernemingsleiding als zodanig worden onderkend maar door de vermogensmarkt niet, dan berust de korting in feite op het bestaan van informatie-asymmetrie tussen onderneming en markt. Zo ook bij beschermingsmaatregelen: de markt kan denken dat deze worden ingevoerd ter verschansing van de ondernemingsleiding, terwijl deze laatste er juist op uit is om de onderhandelingspositie jegens eventuele overname-bieders te versterken, mede in het belang van de eigen aandeelhouders.

Informatie-asymmetrie

Informatie-asymmetrie is een belangrijk probleem in het economisch leven. Dit probleem kan onder omstandigheden zodanig ernstig zijn, dat de markt als coördinatiemechanisme gewoonweg zijn werk niet meer kan doen. Dit heeft Akerlof in een intussen vermaard artikel aangetoond voor de markt van tweedehands auto's: het 'lemons'-probleem (zie kader)¹. Ook in de verhouding tussen vermogensmarkt en onderneming loert het gevaar van een 'market breakdown'. Indien de markt een korting toepast bij een aandelenemissie – waarvan de opbrengst is benodigd voor een goed maar in de markt onvoldoende bekend project – verhoogt dit de vermogenskosten, waartegen de investeringsbeoordeling van het project wordt afgezet ('cut-off rate'), mogelijkerwijze in die mate dat entamering van het project niet langer aantrekkelijk is. Hieruit vloeit dus voort dat het van belang kan zijn om de informatie-asymmetrie zoveel als mogelijk is te beperken. Dat is overigens gemakkelijker gezegd dan gedaan, en wel om een drietal redenen:

- volledige informatieverstrekking aan de vermogensmarkt kan uit concurrentie-overwegingen schadelijk zijn voor de onderneming en dus ook voor managers en aandeelhouders. Specifieke informatie omtrent producten, procédés en marktposities kan zodanig concurrentie-gevoelig zijn dat publie-

* De auteur is hoogleraar Ondernemingsfinanciering aan de Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg.

1. G.A. Akerlof, The market for 'lemons'; quality and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, jg. 84, blz. 488-500.

ke prijsgeving ervan als snijden in eigen vlees moet worden beschouwd. Hier openbaart zich voor de ondernemingsleiding dus een spanningsveld tussen de financiële markten aan de ene kant en de reële markten aan de andere kant voor wat betreft de mate van openheid en van volledigheid waarmee specifieke informatie kan worden verschaft;

- de informatieverstrekking van de zijde van de ondernemingsleiding behoeft in de ogen van de vermogensmarkt niet steeds geloofwaardig te zijn. Hoe kan de vermogensmarkt de schapen van de bokken scheiden? De ondernemingsleiding kan bij deze selectie behulpzaam zijn door signalen af te geven die voor anderen moeilijk of niet imiteerbaar zijn of die de geloofwaardigheid bevorderen. Om een voorbeeld te geven: stel, de leiding van een onderneming is van mening dat het aandeel ter beurze wordt ondergewaardeerd en entameert daarom een beschermingsmaatregel teneinde te voorkomen dat de onderneming te goedkoop in handen van een goed geïnformeerde bidder zou komen². De beschermingsmaatregel beoogt in dit geval naar de markt het signaal af te geven dat de onderneming in feite is ondergewaardeerd. Is dit signaal geloofwaardig? Niet zonder meer. Als de ondernemingsleiding evenwel tevens eigen aandelen zou inkopen of voor zichzelf call-opties zou nemen worden reeds zodanige daden bij de woorden gevoegd dat het oorspronkelijke signaal meer substantie verkrijgt. Hiermee belanden we overigens mogelijkerwijze op een ander spanningsveld, namelijk dat van misbruik van informatie;
- er bestaat het gevaar dat sommige aandeelhouders beter worden geïnformeerd dan anderen, waardoor problemen van misbruik, handelen met voorkennis en ongewenste belangenverstrengeling kunnen ontstaan. Door de toegenomen populariteit van aandelen- en optieplannen in het beloningspakket komt de ondernemingsleiding op dit gevoelige punt steeds meer in een glazen huis te verkeren. Hier ligt een ethisch-economisch spanningsveld: managers die actief handelen in vermogenstitels van hun eigen onderneming op grond van hun superieure informatie kunnen daarmee de mate van efficiency van de vermogensmarkt bevorderen, maar daarbij tevens profiteren op een wijze die voor anderen niet is weggelegd. Wet- en regelgeving zijn er sinds enige tijd ook in ons land op gericht om aan misbruik van koersgevoelige informatie paal en perk te stellen.

Uit het voorgaande vloeit voort dat het informatie-vraagstuk niet eenvoudig oplosbaar is. De informatieve betekenis van beschermingsmaatregelen is in theoretisch opzicht ambivalent. Men kan beweren of voorwenden dat ze fungeren als: verschansing van het zittende management, als pressiemiddel in de onderhandelingen met een eventuele bidder, als signaal naar de vermogensmarkt dat de onderneming is ondergewaardeerd, enzovoorts. Het empirisch onderzoek lijkt overwegend de verschansingshypothese te ondersteunen. De hierbij gehanteerde onderzoekstechniek ('event study'-methodologie) berust op een registratie van de wijze waarop de vermogensmarkt

Het 'lemons'-probleem

In een beroemd geworden artikel constateerde Akerlof dat tweedehands auto's tegen onbegrijpelijk lage verkoopprijzen van de hand gingen. De oorzaak hiervan was volgens hem gelegen in de omstandigheid dat de kwaliteit van een tweedehands auto niet bekend is aan de aspirantkoper ("is het misschien een latent wrak, een 'lemon'?). Deze laatste vormt zich een idee van de waarschijnlijkheidsverdeling betreffende het kwaliteitsniveau van de verzameling auto's en zal hooguit bereid zijn een prijs te bieden die overeenstemt met een gemiddeld te verwachten kwaliteitsniveau. Dit zal er echter toe leiden dat alleen auto's met een lager dan gemiddeld kwaliteitsniveau worden aangeboden, aangezien een handelaar die een betere dan gemiddelde kwaliteit in huis heeft niet bereid zal zijn te verkopen tegen die in zijn perceptie te lage biedprijs. Rationele aspirantkopers zullen deze constellatie op hun beurt voorzien en gaan ertoe over om hun waarschijnlijkheidsverdeling neerwaarts bij te stellen.

Voorgaande argumentatie herhaalt zich, waardoor de markt als uitsluitend op prijssignalen gebaseerd coördinatiemechanisme uiteindelijk dreigt te falen. De aanbieder van auto's met een meer dan gemiddeld kwaliteitsniveau heeft behoefte aan en belang bij het afgeven van andere dan prijssignalen aan de markt, welke zijn distinctieve hoedanigheid tot uitdrukking brengen. Zo zou hij een bepaalde kwaliteitswaarborg kunnen verlenen die hem doet onderscheiden van andere aanbieders. Voorwaarde is wel dat een dergelijk signaal niet door de anderen dient te kunnen worden geïmiteerd, dan wel, indien zulks wel mogelijk is, uitsluitend tegen hogere kosten. Aan deze laatste eis zal in het onderhavige voorbeeld van de markt voor tweedehands auto's allicht zijn voldaan, aangezien het leveren van een relatief mindere kwaliteit naar verwachting gepaard zal gaan met een hoger beroep op de afgegeven garantie.

Ook in de verhouding tussen vermogensmarkt en onderneming loert het gevaar van een 'market breakdown'.

Bron: G.A. Akerlof, The market for 'lemons': quality and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, jg. 84, blz. 488-500.

het beschermingssignaal interpreteert. Die registratie betreft gemiddelden over een steekproef van ondernemingen over een beperkt tijdsinterval. Men kan zich afvragen of de in de markt toegepaste korting niet van doen heeft met het hiervoor genoemde 'lemons'-probleem van Akerlof. In dat geval zal de ondernemingsleiding moeten zoeken naar mogelijkheden om meer geloofwaardige informatie-instrumenten in te zetten voor het overbrengen van goede boodschappen naar de vermogensmarkt, zonder daarbij wettelijke of ethische normen te overschrijden.

Marktliquiditeit

Behalve voor aspecten van zeggenschap (en beperking daarvan) is de beurskoers ook gevoelig voor aspecten van marktliquiditeit. Naarmate de aandelen van een beursvennootschap couranter zijn en een grotere, vollere markt kennen, ondervindt de beurskoers daarvan de positieve effecten. Omgekeerd, illi-

2. Deze gedachte is afkomstig van H. Oosterhout, die in Tilburg bezig is met de afronding van een dissertatie over economische theorievorming betreffende beschermingsmaatregelen.

quiditeit gaat gepaard met kortingen op de beurskoers, dus met hogere rendementseisen³. In een gezaghebbende studie inzake de Amerikaanse aandelenmarkt hebben Amihud en Mendelson door analyse van bied-laag marges gevonden, dat de minst liquide fondsen gemiddeld genomen een rendement lieten zien dat ongeveer acht procentpunten per jaar hoger lag dan voor de meest liquide fondsen (over een periode van twintig jaar). Dit verschil komt ruwweg overeen met de historische gemiddelde risico-premie over de S&P 500 index⁴.

De liquiditeit van een aandeel wordt bevorderd door een grote spreiding over vele houders en door soepel functionerende aandelenbeurzen. Welke is nu de relatie tussen beschermingsmaatregelen en marktliquiditeit? Beschouw twee beursvennootschappen, A en B. Voor beide ondernemingen geldt dat de oprichters/managers zich wensen te vrijwaren van de invloed van eventuele vijandelijke bieders. De leiding van onderneming A streeft een gespreid aandelenbezit na en entameert beschermingsmaatregelen ter verschansing. De leiding van onderneming B concentreert een deel van de aandelen in eigen bezit of van bevriende partijen ('controlling interest') ter verschansing en verspreidt de rest van de aandelen onder externe houders. De marktliquiditeit van de aandelen van onderneming B is, ceteris paribus, geringer dan die van de aandelen van onderneming A, hetgeen een korting op de beurskoers zal inhouden. De effectieve zeggenschap is in beide gevallen gelijk, namelijk gering. Dit voorbeeld laat zien, dat het instrument van de beschermingsmaatregelen minder schadelijk voor de beurskoers kan zijn dan het fenomeen van geconcentreerd aandelenbezit, als daarvoor althans de marktliquiditeit in mindere mate wordt aangetast. Uit empirisch onderzoek in de Verenigde Staten, en ook in ons land, komt naar voren dat de mate van concentratie voor het aandeelhouderschap en de aanwezigheid van beschermingsmaatregelen onderling negatief zijn gecorreleerd⁵. Met andere woorden, er is een afruil tussen zeggenschapsbeperking via structurele barrières (aandeelhoudersstructuur) en via technische barrières (beschermingsmaatregelen).

Marktliquiditeit en uitoefening van effectieve zeggenschap staan op gespannen voet met elkaar, of zoals de stichter van Deutsche Bank, Georg Siemens, het cryptisch uitdrukte: "If one can't sell, one must care"⁶. Men zou deze frase evengoed kunnen omkeren: "If one cannot care, one must be able to sell". Op dit vlak bestaan traditiegetrouw grote internationale verschillen⁷.

Beursvennootschappen in de Angelsaksische landen beschikken in het algemeen over een brede aandeelhoudersbasis. De aandelen zijn wijd verspreid over een groot aantal beleggers, met name particulieren en instituten. De stringente regelgeving in de VS uit de jaren dertig inzake informatieverstrekking, 'insider trading' en prijsmanipulatie, bedoeld om de kleine belegger bescherming te bieden, hebben de marktliquiditeit sterk bevorderd en tevens grotere aandeelhouders ontmoedigd om een actieve rol te spelen bij het besturen van de onderneming. Bhide

laat in een belangwekkende analyse van deze materie zien dat "US regulators have promoted liquidity at the expense of the efficient governance of firms"⁸. Men zou ruwweg kunnen stellen dat voor de landen van Continentaal Europa van een tegenovergestelde situatie sprake is. Veel van de beursvennootschappen in landen als Nederland, Duitsland, en Frankrijk kennen een relatief hoge mate van eigendomsconcentratie en bij gevolg een relatief beperkte 'free float'. Families, houdstermaatschappijen, banken, bedrijven treden veelvuldig als betrokken grootaandeelhouders op en oefenen directe zeggenschap uit over de onderneming. De aandelenbeurzen kennen, in vergelijking met de grote Angelsaksische beurzen, een minder grote mate van marktliquiditeit voor het merendeel van de genoteerde fondsen. De kleinere, externe aandeelhouders hebben weinig invloed op de onderneming, evenmin als in de Angelsaksische landen.

Kennelijk is het niet eenvoudig om een hoge mate van marktliquiditeit met een effectieve beheersing van het agency-probleem inzake de verhouding tussen ondernemingsleiding en externe aandeelhouders te combineren. In dit verband is het interessant om te constateren dat in ons land reeds geruime tijd aandacht wordt geschonken aan het onderwerp van de beschermingsmaatregelen, terwijl het vraagstuk van de marktliquiditeit wellicht minstens zo belangrijk is. Dit laatste wordt nog eens versterkt door de steeds stringenter wordende regelgeving inzake aspecten van informatie-asymmetrie (misbruik voorwetenschap e.d.), waardoor het voor grotere aandeelhouders, zoals institutionele beleggers, minder aantrekkelijk is zich actief met de betreffende ondernemingen te bemoeien. Zij hebben belang bij een

3. Vergelijk het ecart tussen de beurskoersen van certificaten Unilever en Calvé-Delft, een fonds dat uitsluitend uit certificaten Unilever bestaat. Zo ook bij: Koninklijke Olie en Dordtsche Petroleum, Heineken en Heineken Holding. Het ecart loopt wel op tot meer dan 10 procent en moet in overwegende mate worden toegeschreven aan verschillen in marktliquiditeit.

4. Y. Amihud en H. Mendelson, Asset pricing and the bid-ask spread, *Journal of Financial Economics*, jg. 17, blz. 223-249. Voorts zij verwezen naar: Z. Bodie, A. Kane en A.J. Marcus, *Investments*, Irwin, Burr Ridge, Illinois, 1993, hoofdstuk 8.

5. Vergelijk P.H. Malatesta en R.A. Walking, Poison pill securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, jg. 20, blz. 347-376, respectievelijk: A.L.R. Cantrijn, A.A. Jeunink en M.R. Kabir, *Beschermingsconstructies en de rol van de aandeelhouder*, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, Amsterdam.

6. Ontleend aan P.F. Drucker, Reckoning with the pension fund revolution, *Harvard Business Review*, 1991, blz. 106-114.

7. Vergelijk: P.W. Moerland, Corporate ownership and control structures: an international comparison, *Review of Industrial Organization*, jg. 10, alsook P.W. Moerland, Een nieuw convergentietheorema voor markteconomieën?, *ESB*, 14 december 1994, blz. 1128-1133, en: P.W. Moerland, Beschermingsmaatregelen: quo vadis?, *ESB*, 5 juli 1995, blz. 624-628, 634.

8. A. Bhide, The hidden costs of stock market liquidity, *Journal of Financial Economics*, jg. 34, blz. 31-51.

diepe markt, waarop zij vrijuit transacties kunnen plegen zonder dat daardoor de prijsvorming al te zeer wordt ontregeld.

Effecten op beurskoers

Algemeen kan worden gesteld dat zeggensmacht economische waarde vertegenwoordigt. Empirisch onderzoek heeft uitgewezen dat het stemrecht verbonden aan aandelen positief wordt gewaardeerd. Inperking van zeggensmacht, bij voorbeeld door middel van beschermingsmaatregelen, drukt de beurskoers. Dat zelfde geldt voor een gebrek aan marktliquiditeit. Een grote mate van marktliquiditeit aan de ene kant en actieve betrokkenheid van aandeelhouders aan de andere kant zijn evenwel moeilijk verenigbaar. Is het dan niet mogelijk om zowel de kool als de geit te sparen door een aandeelhoudersstructuur te kiezen, bestaande uit enkele betrokken grootaandeelhouders ten behoeve van de control naast zeer vele kleine beleggers ten behoeve van de marktliquiditeit? Een dergelijke hybride structuur kan stellig een optimum vertegenwoordigen, indien althans voldaan is aan de voorwaarde dat de informatie-asymmetrie tussen ondernemingsleiding, grootaandeelhouders en kleine beleggers zoveel als mogelijk is wordt beperkt. Immers, het bestaan van informatie-asymmetrie vergroot de marge tussen bied- en laatkoersen en reduceert daarmee de marktliquiditeit, en daar was het nu juist niet om begonnen⁹. Voorts dienen de kleine beleggers ervan te worden overtuigd dat de invloed vanwege de grootaandeelhouders mede tot hun voordeel strekt.

Wat kunnen ondernemingen eraan doen om de koersvorming van hun aandelen (of certificaten) ter beurze te verbeteren, om aldus het niveau van hun vermogenskosten omlaag te brengen en daarmee hun concurrentiepositie te verbeteren? In de eerste plaats uiteraard investeringsprojecten entameren met een gunstig risico-rendementsprofiel. Daarenboven is beperking van de informatie-asymmetrie van eminent belang, hetgeen kan worden bereikt door het voeren van een passend investor relations-beleid, waarbij de externe beleggers zo goed mogelijk worden geïnformeerd over de toekomst van de onderneming. Zulks kan, gelet op het voorgaande, niet altijd door verschaafing van informatie alleen, maar ook door zich op creatieve wijze te bedienen van andere signaal-instrumenten die als geloofwaardig overkomen. Zoals bijvoorbeeld door aan te kondigen een of meer bestaande beschermingsmaatregelen buiten werking te willen stellen en zich te beperken tot het handhaven van die beschermingsmaatregelen die de ondernemingsleiding en andere betrokkenen voldoende tijdsruimte bieden om tot een gefundeerde afweging van belangen te kunnen komen ingeval van een betwiste overnamepoging.

Voorts zij opgemerkt dat het fenomeen van 'rating agencies' – zoals Moody's, Standard and Poor's – een belangrijke rol plegen te vervullen in het overbruggen van de informatiekloof tussen onderneming en vermogensmarkt, en aldus bijdragen aan de creatie van marktliquiditeit. Zij beoordelen de kredietwaardigheid van een onderneming onder

gebruikmaking van aan hen verstrekte vertrouwelijke informatie en vertalen een en ander in een score, die door de markt wordt begrepen en als geloofwaardig wordt beschouwd (reputatie-effect). Op deze wijze kan een signaal naar de vermogensmarkt worden afgegeven zonder dat de vertrouwelijke informatie als zodanig publiek hoeft te worden gemaakt. De rol van beleggingsanalisten kan tot op zekere hoogte hiermee worden vergeleken.

Ten slotte mag van de effectenbeurzen worden verwacht dat zij er alles aan doen om de marktliquiditeit van hun fondsen te bevorderen. De discussie omtrent beschermingsmaatregelen is door het beursbeestuur in 1986 aangezwengeld en heeft sindsdien relatief veel energie genomen, zonder overigens op dit moment tot een afronding te zijn gekomen. Ik heb het gevoel dat het vraagstuk van de eigendomsconfiguraties, 'free float', en marktliquiditeit van de genoteerde fondsen evenzeer veel aandacht behoeft. In het belang van de beurs zelve en uiteraard van de aldaar genoteerde vennootschappen.

P.W. Moerland

9. Zie Y. Amihud en H. Mendelson, Liquidity, asset prices and financial policy, *Financial Analysts Journal*, blz. 56-66.