

De prijs van de onderneming

Het beste wat aandeelhouders lijkt te kunnen overkomen, is een fusie of overname van een onderneming waarvan zij aandelen bezitten. Zeker op de korte termijn kunnen zij daarbij vaak een buitengewoon rendement realiseren. Bij de fusie tussen de NMB-Postbank Groep en Nationale Nederlanden wordt deze winst – ontstaan na enige protesten – geschat op 11% en 19% voor de aandeelhouders van de verzekeraar respectievelijk de bank. Dit laatste blijkt uit een onderzoek dat onlangs in Tilburg werd gepresenteerd tijdens de workshop "The market for corporate control"¹.

De hoge bedragen die voor ondernemingen bij fusie of overname aan aandeelhouders worden betaald, hebben economen voor een interessant vraagstuk geplaatst. De waardering van het aandelenkapitaal van het doelwit door een overnemer ligt soms dusdanig ver boven de waarde die de beurs toekent, dat men zich kan afvragen welke motieven fusierende of overnemende ondernemingen hebben om de prijs zo ver op te drijven. Zelf noemen ze vaak als reden efficiency-verbeteringen door synergie, schaalvoordelen of beter management. Dat dit een volledige verklaring biedt voor de soms bijzonder hoge overnamebiedingen kan echter worden betwijfeld. In Tilburg passeerde een scala van aanvullende redenen de revue².

Een klassieke aanvullende reden is gebaseerd op het agency-theorema. De gedachte is dat de ondernemingsleiding als gedelegeerde van de aandeelhouders een zekere mate van bewegingsvrijheid heeft, waardoor zij eigen doelstellingen kan nastreven. Toegepast op overnames is het motief dan vaak dat de overnemende onderneming haar marktpositie wil verstevigen, ook als de prijs die daarvoor moet worden betaald hoger is dan de te behalen efficiency-winst. Eveneens klassiek is de hubrishypothese. Deze veronderstelt dat het management van overnemende ondernemingen kan lijden aan overmoed, waardoor zij hun mogelijkheden overschatten. En tot slot wordt er wel eens getwijfeld aan de perfecte werking van de effectenmarkt. Daardoor zou het doelwit door de beurs ondergewaardeerd kunnen zijn, hetgeen een hoge overnameprijs mogelijk maakt.

Opvallend is een relatief nieuwe categorie van hypothesen die het ondernemingsgedrag verklaren op grond van een potentiële herverdeling van inkomens van de betrokkenen bij een onderneming na een fusie of overname. Toen Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep fuseerden, konden de tussenpersonen van de verzekeraar gedeeltelijk worden gepasseerd door de inschakeling van de bankfilialen als een relatief goedkoop alternatief distributiekanaal. De mate waarin het nieuwe management de inkomsten in staat is te herverdelen tussen tussenpersonen en de bank-verzekeringscombinatie kan van belang zijn geweest bij de bepaling van de hoogte van het overnamebod. Hoewel de tussenpersonen de samenwerking met een bank hadden kunnen voorzien, vertrouwden zij er op dat zij het belangrijkste afzetkanaal van het verzekeringsconcern

konden blijven. Waarschijnlijk waren hun investeringen en opleidingen daar op afgestemd. De hen onvriendelijk gezinde fusie betekende een zogenaamde 'breach of trust', een schending van de vertrouwensrelatie.

Deze breach of trust-theorie kan bovendien de hang naar beschermingsmaatregelen verklaren. Deze verklaring berust op de veronderstelling dat participanten in een organisatie hun bijdrage leveren vertrouwend op een min of meer informele afspraak dat de organisatie hen ook in de toekomst perspectief blijft bieden. Om werknemers, afnemers, leveranciers en ook kapitaalverschaffers in een onderneming te betrekken en om een vertrouwensbreuk te vermijden is een zekere mate van bescherming en een evenwichtige verdeling van hun belangen dus gewenst.

Alle verklaringen voor het ondernemingsgedrag op de markt voor corporate control – de markt waar het recht om een organisatie te besturen wordt verhandeld – hebben met elkaar gemeen dat zij slechts een indicatie geven voor de vorming van de prijs van de onderneming en dat subjectieve elementen een grote rol spelen. Een optimale prijsvorming lijkt haast onmogelijk omdat het aantal vragers en aanbieders op deze markt relatief gering is. Bovendien is het 'produkt' onderneming zeer heterogeen. Niet alleen verschillen hun activiteiten en organisatievormen, ook de cultuur van een onderneming kan een factor van betekenis zijn. Daarnaast verschilt een onderneming als produkt van vrijwel ieder ander produkt doordat er bij een overdracht vele (persoonlijke) belangen in het geding zijn. Per saldo is er sprake van een tamelijk ondoorzichtige markt en is de bepaling van een prijs vaak 'natte-vingerwerk'.

Opmerkelijk, ten slotte, is dat de markt voor corporate control zich in de Angelsaksische wereld zo anders heeft ontwikkeld dan bij voorbeeld op het Europese continent. Terwijl in de VS vooral de positie van de aandeelhouder (van het doelwit) is verstevigd om zo de markt zijn werk te laten doen, is op het Europese continent het accent veel meer gelegd bij de overige belanghebbenden en konden beschermingsmaatregelen op grote schaal hun intrede doen. De handel van ondernemingen vindt daardoor meer plaats op grond van informele toenaderingen in plaats van via openbare biedingen op een markt. Hoewel het laatste wel voorkomt, lijkt het toch 'not done'. Een toenadering zonder overleg wordt al gauw als onvriendelijk beschouwd en daarmee ketst de zaak af. De markt voor corporate control wordt dan ook niet zo zeer gekenmerkt door loven en bieden, maar vooral door overleg en diplomatie.

T.P. van Walderveen

1. R.H.M.A. Cremers en A. Tourani Rad, *Een empirisch onderzoek naar de gevolgen van de fusie tussen Nationale Nederlanden en NMB-Postbank Groep*, paper gepresenteerd tijdens de workshop "The market for corporate control", KUB, Tilburg, juni 1991.

2. Zie voor een gedetailleerd overzicht P. Moerland en H. Oosterhout, *Redistribution of wealth in hostile takeovers*, KUB, Tilburg, juni 1991.