

Fusies/overnames en beschermingsconstructies

Hoe komt het dat Amerikaanse en Engelse beurs-nv's slechts in beperkte mate tegen onvriendelijke overnamepogingen beschermd zijn, terwijl ondernemingen op het Europese vasteland zich in het algemeen achter veel zwaardere beschermingsconstructies verschansen? En wat heeft dit voor gevolgen voor de economische efficiency? In dit artikel belicht de auteur enkele historische achtergronden van dit verschil. Daarnaast probeert hij vanuit maatschappelijk-economisch gezichtspunt tot een beoordeling van beschermingsconstructies te komen. Zijn oordeel is afwijzend. Alleen als de concurrentie zelf wordt bedreigd door monopolievorming of overmatige marktdominantie is er reden beperkingen aan het fusie- en overnameproces op te leggen.

PROF. DR. H.W. DE JONG*

Inleiding

Het onderwerp fusies en overnames is van oudsher een omstreden zaak. Beschermingsconstructies roepen nog sterkere reacties op; het betreft dan ook een vraagstuk waarbij zeer uiteenlopende belangen in het geding zijn. Bij deze beschermingsconstructies gaat het om verdedigingsmiddelen tegen overnames die betwist worden door de leiding van de aangevallen onderneming. Ook wanneer geen beschermingsconstructies bestaan, kan de leiding van een doelwit beweren dat zij niet van een overname gediend is, maar of deze stellingname op waarheid berust, blijkt pas wanneer een aanvaller zijn pogingen voortzet.

Beschermingsconstructies – aangenomen dat zij werkelijke bescherming bieden – geven de leiding van het aangevallen concern de gelegenheid zich aan het marktproces van loven en bieden te onttrekken. De centrale vraag die in het geding is, is of een dergelijk stelsel wenselijk is of niet.

Gemakshalve noem ik het aangeduide systeem het 'oligarchische stelsel', want het gaat hier om "een bestuur van weinige personen, die behoren tot zekere bevoorrechte standen of klassen, buiten welke aan niemand enig direct of indirect aandeel in het bestuur is vergund" (definitie uit Van Dale). De term 'oligarchisch stelsel' is afkomstig uit de theorie van de politiek (Aristoteles). Daar slaat zij op de regering van een land, waarvoor geldt dat de bestuurders niet de eigenaren zijn. Dit punt is ook voor het vraagstuk van de beschermingsconstructies van belang, want de problematiek is nauw verbonden met de opkomst van het z.g. 'managers-concern', berustend op de scheiding van eigendom en leiding in de grote onderneming.

Hiermee is de probleemstelling echter nog niet voldoende gepreciseerd. Onopgelost blijft dan immers de paradox dat in de angelsaksische landen – vooral de Verenigde Staten – waar relatief veel managers-concerns voorkomen, de

beschermingsconstructies in het algemeen aanmerkelijk geringer en minder effectief zijn dan in continentaal-Europese landen, waar de grote ondernemingen in meerderheid juist niet 'manager-controlled', maar 'owner-controlled' zijn.

Twee verschillen helpen deze paradox op te lossen: in de angelsaksische landen spelen de beurzen een veel grotere rol dan in de continentaal-Europese landen; er bestaat een breder gespreid aandelenkapitalisme. Daarnaast is in die landen de gedachte wijd verbreid dat aandeelhouders de eigenaren van de onderneming zijn, zodat managers geacht worden in het belang van de aandeelhouders op te treden. Wij zouden dit het 'democratische stelsel van de ondernemingsorganisatie' kunnen noemen. Het eerste verschil maakt overnamebiedingen mogelijk; het tweede maakt ze wenselijk.

In dit artikel zal ik eerst ingaan op de historische achtergrond van het genoemde verschil. Daarna bespreek ik aan de hand van een economische analyse de vraag of beschermingsconstructies vanuit maatschappelijk-economisch gezichtspunt gewenst zijn. Ten slotte wordt aandacht besteed aan enkele beleidsmatige aspecten betreffende beschermingsconstructies.

De historie van de grote aandelenvennootschap

De handelscompagnie of corporatie, als voorloper van de moderne grote vennootschappen, is in de Republiek der Verenigde Nederlanden ontstaan met de stichting van de Verenigde Oost-Indische Compagnie (1602). Volgens Van Brakel¹ differentieerde het koopliedengilde in de steden

* Hoogleraar externe organisatie aan de Universiteit van Amsterdam.

1. S. van Brakel, *De Hollandsche Handelscompagnieën der zeventiende eeuw. Hun ontstaan – hunne inrichting*, Den Haag, 1908, Inleiding, paragraaf 4.

zich van het ambachtsgilde² en groeiden er vervolgens, naarmate in de late middeleeuwen de internationale handel zich ontplooidde, twee typen verenigingen van kooplieden: de verenigingen die op een bepaalde buitenlandse stad gericht waren en verschillende soorten kooplieden uit een plaats bundelden, vooral met het oog op gemeenschappelijke ondersteuning in den vreemde. De Bergenvaarders-gilden zijn hiervan een voorbeeld. Het andere type was op markten gericht, verenigde kooplieden die meer homogene activiteiten ontplooiden, regelde de marktverhoudingen waar mogelijk ten gunste van de aangeslotenen en waakte over de sociale gelijkheid van de deelnemers (gelijke kansen "to prevent that the rich should eat out the poor"³). De Vlaamse Hanze in Engeland en de Engelse Merchant Adventurers in Europa waren voorbeelden van dit type. Beide typen waren verenigingen van personen met een uitgewerkte, bestuurlijke organisatie: een algemene vergadering met verordenende bevoegdheden; een bestuur dat leiding, uitvoering en vertegenwoordiging als taken had; en toetreding die niet kosteloos was (entreegeld, bijdragen, leertijd)⁴.

Voor de ontwikkeling die met de komst van de VOC en andere handelscompagnieën werd ingezet in de richting van naamloze vennootschappen zijn de volgende punten van belang:

- de opkomst en vestiging van nationale staten. Dit was een onontbeerlijke voorwaarde voor de stichting van handelscompagnieën, want deze kregen 'octrooien' die hen exclusieve rechten verschafte. Het monopolie, als alleenrecht op de vaart en handel op een bepaald gebied, of als exclusief privilege om bepaalde goederen te vervaardigen of te verhandelen, was een begeerd doel van de kooplieden en was van nut voor de nationale staat of de (absolute) vorst⁵;
- het feit dat deze compagnieën zelf zaken dreven – in tegenstelling tot de handelsverenigingen – en wel op (voor die tijd) grote schaal. Deze activiteiten werden gegoten in een zelfstandige en blijvende ondernemingsvorm, waardoor grote kapitalen bijeengebracht konden worden. Deelnemers werden kapitaalverschaffers, waarbij de persoon terugtrad;
- het feit dat de compagnie eigen vermogen kreeg en schulden kon maken. De inbreng en aansprakelijkheid van bewindvoerders en aandeelhouders beperkte zich tot wat zij ten behoeve van de compagnie verrichtten.

Deze punten maken tevens duidelijk waarom wij eigenlijk pas vanaf het begin van de zeventiende eeuw van de grote naamloze vennootschap op aandelen kunnen spreken.

Het Nederlandse voorbeeld maakte school, niet alleen in eigen land, waar geslaagde en mislukte pogingen tot vestiging van compagnieën elkaar opvolgden, maar ook in andere Europese landen. Bösselmann vermeldt de oprichting van 61 compagnieën, die na de VOC, tussen 1602 en 1720, in Engeland, Frankrijk, Zweden, Denemarken, Pruisen, Oostenrijk en elders gevestigd werden. Daarbij breidde de aandelenvennootschap zich ook uit over andere bedrijfstakken dan de internationale handel, zoals het bankwezen, verzekeringen, mijnbouw, industrie, en dergelijke⁶.

Er tekenden zich nu, in het verdere verloop van de ontwikkeling, drie richtingen af die voor ons probleem van belang zijn.

Ten eerste: het ontstaan van de *oligarchische conceptie van de vennootschap op aandelen*, waarin, zoals Van Brakel het uitdrukt, "de volheid der macht bij de bewindhebbers berustte". Over het beheer der compagnieën en haar kapitaal waren zij onbeperkt heer en meester; aanvulling der geleerden vond plaats via coöptatie; aandeelhouders (de participanten) hadden geen invloed; het bewindheerschap werd beschouwd als een vermogensrecht – ingebracht door de samensmelting der z.g. 'voorcompag-

nieën'; en plannen tot democratisering (zoals van Usselinx met betrekking tot de West-Indische Compagnie) of protesten van participanten die zich eigenaar waanden, werden afgewezen, ook door de Staten-Generaal⁷.

Aan dit basis-model veranderde in de loop der tijd tot 1798 niet veel, ondanks wijzigingen op vele onderdelen. In Duitsland en andere Germaanse landen op het vasteland van Europa werd in essentie de Nederlandse inrichting gevolgd, met een bestuur en een raad van toezicht, samengesteld uit de hoofdparticipanten, terwijl de andere deelnemers in het aandelenkapitaal nauwelijks stem- of medewerkingsrechten verkregen. De staat, onder andere in de persoon van Frederik de Grote in de achttiende eeuw, sanctioneerde dit systeem⁸.

Geheel anders verliep de *ontwikkeling in Engeland*. Ook daar werd de stap naar de 'joint-stock company' gedaan, al in de zestiende eeuw, onder Elizabeth I; een stap, die volgens Rowse – een historicus gespecialiseerd in de geschiedenis van die periode – belangrijker was dan de vele uitvindingen van die tijd⁹. Het solidariteitsprincipe van de Merchant Adventurers bleef evenwel overeind in de vorm van onbeperkte aansprakelijkheid van de aandeelhouders, die overigens hun aandelen in de 'joint-stock company' konden verhandelen, vererven enz. Omdat echter aansprakelijkheid zonder zeggenschap over de gang van zaken onverteerbaar is, stuitte een oligarchische conceptie af. Er kon ook geen verschil zijn tussen hoofd- en andere participanten: ieder had stemrecht overeenkomstig zijn deelname. Deze vennootschappen kenden derhalve een dualistisch werkingsprincipe: bestuur en aandeelhouders, ieder met eigen verantwoordelijkheden; naast de uitvoerende directeuren stonden in het bestuur de toeziende directeuren, die – gekozen door aandeelhouders – namens dezen controleerden en adviseerden. Aldus kwam een harmonische formule tot stand, die echter kwetsbaar bleek in de crisis van 1720. De 'Bubble Act' van 1720 verbood ze dan ook.

Slechts een zeer kleine groep ondernemingen had beperkt aansprakelijke aandeelhouders; dat waren de geprivilegeerde 'chartered companies', ontsproten uit de wilsbeschikkingen van de absolute vorsten, die kooplieden monopolies verschafte of ze zelf oprichtten, in ruil voor ruime betalingen, die de lege vorstelijke kas moesten vullen. Tijdens de enkele decennia lang durende conflicten tussen Kroon en Parlement, blokkeerde het laatste in de zeventiende eeuw de plannen van de eerste. Twee eeuwen lang bleef de vennootschap op aandelen met beperkte aansprakelijkheid in Engeland zodoende een uitzondering en werd ze gewantrouwd: zij werd geassocieerd met monopolievorming en onverantwoordelijk gedrag.

2. Er zijn ook andere visies. Bösselmann bespreekt (en verwerpt) verschillende alternatieve verklaringen: K. Bösselmann, *Die Entwicklung des deutschen Actienwesens im 19. Jahrhundert*, Berlin, 1939, blz. 49-56.

3. Van Brakel, op. cit., Inleiding, blz. XIX: "Bij de Merchant Adventurers was de regeling van dit onderwerp (...) een voorwerp van aanhoudende zorg".

4. Van Brakel, op. cit., Inleiding, blz. XX-XXI.

5. Van Brakel, op. cit., Inleiding, blz. XXI e.v.; E. S. Mason, Artikel 'Corporation' in de *International Encyclopedia of the Social Sciences*, New York/Londen, 1968, blz. 396-397. In de 17e en 18e eeuw associeerden – aldus Mason – de Amerikaanse kolonisten de 'chartered corporations' met de gehate koninklijke (Engelse) monopolies; in de Constitutie van 1776 was het recht tot oprichting van naamloze vennootschappen bewust aan de Federale regering onthouden. Later leidde de concurrentie tussen de staten tot "... a substantially more lax regulation of business corporations than characterized the company law of most European countries" (blz. 98-399).

6. Bösselmann, op. cit., blz. 51 en blz. 57.

7. Van Brakel, op. cit., blz. 131 en blz. 135/136.

8. Bösselmann, op. cit., blz. 58/59.

9. J.G. Gough, *The rise of the entrepreneur*, Londen, 1969, blz. 27-28.

In Frankrijk heersten dezelfde inzichten met betrekking tot de naamloze vennootschap als in Engeland: scepticisme en uiterste voorzichtigheid inzake goedkeuring van de 'Sociétés Anonymes' voerden de boventoon, en nog in 1807/1808, bij de invoering van de 'Code de Commerce', werd een drievoudige toetsing van voorstellen tot incorporatie (door prefecten, ministerie en de Conseil d'Etat) nodig geoordeeld¹⁰.

De derde ontwikkeling die van groot belang is voor het ontstaan van de moderne grote aandelenvennootschap is de *scheiding van leiding en eigendom*, waarop nu verder wordt ingegaan.

De scheiding van eigendom en leiding

De doorbraak van de vennootschap op aandelen met beperkte aansprakelijkheid kwam pas in de negentiende eeuw, met wetgevingen die bepaalde concessies inhielden en met de snelle verspreiding van deze organisatievorm over het bedrijfsleven. Er ontstonden grootschalige ondernemingen die de massaproductie en -distributie van goederen en diensten konden verzorgen op de grondslag van grote kapitalen die door (anonieme) aandeelhouders waren bijeengebracht. De leiding van deze vennootschappen werd in handen gelegd van bewindvoerders, die zelf geen aandeelhouders behoefden te zijn of slechts kleine participaties hielden. Met andere woorden: er voltrok zich een scheiding tussen leiding en eigendom.

In die gevallen waarin de eigendom zeer verspreid was over vele aandeelhouders, viel de zeggenschap over de onderneming en haar activiteiten toe aan de leiding. De 'manager-controlled firm' deed haar intrede. Over dit begrip is veel discussie geweest onder economen. Ongetwijfeld verschilden de dimensies ervan per land, per bedrijfstak en per periode, en ongetwijfeld was de betekenis ervan in de Verenigde Staten groter dan in enkele Europese landen. Percentages als die welke Herman en Shepherd geven voor de 200 grootste niet-financiële ondernemingen in de Verenigde Staten in 1929 en in 1974¹¹, werden in Europese landen zeker niet bereikt (zie tabel 1).

In Europa was het patroon, zeker tot voor de huidige fusiegolf, vooral minder eenduidig: veel familiebedrijven, ook in de top-groep (Frankrijk, België), invloed en zelfs beheersing door banken en financiële holdings (West-Duitsland, Frankrijk, België), staatsbezit, bezit door andere grote (internationale) concerns, en dergelijke. Slechts in Engeland was de 'manager controlled firm' duidelijk aanwezig, hoewel ook niet in die mate als in de Verenigde Staten¹².

De scheiding van leiding en eigendom veranderde, zoals Berle en Means (1932) aantoonde, de aard van de onderneming en heeft in de twintigste eeuw problemen opge-

roepen waarop reeds vooraf en ook sindsdien door economen is gewezen. Die problemen waren:

- de mogelijkheid dat de managers individuele belangen zouden nastreven ten koste van anderen die bij de onderneming betrokken waren. Zo meende Adam Smith reeds dat verwaarlozing en verkwisting in de 'chartered joint-stock companies' steeds de kop zouden opsteken: "negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of affairs of such a company.... They have, accordingly, very seldom succeeded without an exclusive privilege; and frequently have not succeeded with one"¹³. Dit thema werd later opgenomen en uitgebreid door Leibenstein, die sprak van 'X-inefficiency' in de grote concerns;
- de mogelijkheid dat managers expansie van de onderneming zouden stellen boven het streven naar optimale rentabiliteit. Marshall wees, hoewel hij op zich niet onsympathiek stond tegenover de scheiding van managers en eigenaren, op een permanente drang tot overmatige expansie in horizontale en verticale richting, onvoldoende geremd door "the divided responsibility (which) increases the temptations to laxity which are inherent in joint-stock company management"¹⁴. Deze expansiedrang kan, zoals dikwijls aannemelijk is gemaakt, samenhangen met het verschijnsel dat managers beloond worden naar de omvang van de bestuurde onderneming, en niet overeenkomstig haar rentabiliteit. Deze visie wordt echter niet algemeen gedeeld¹⁵. Daarnaast meende Marshall dat managers de neiging hebben risicovolle nieuwe ontwikkelingen te mijden en op de oude paden te blijven¹⁶;
- de vennootschap op aandelen, die beperkte aansprakelijkheid en verhandelbaarheid van de aandelen op beurzen meebracht, leidde ook tot de mogelijkheid andere ondernemingen in bezit te verkrijgen door fusie en overname. Uit een viertal fusiegolven gedurende de laatste honderd jaar, die slechts konden plaatsvinden dank zij het bestaan van de ondernemingsvorm van de vennootschap met (naamloze) aandelen, zijn horizontaal, verticaal en diagonaal gestructureerde organisaties ont-

10. C.E. Freedman, *Joint-stock enterprise in France 1807-1867. From privileged company to modern corporation*, The University of North Carolina Press, 1979, blz. 15-18.

11. Auteurs als Herman en Shepherd ondersteunen de these van Berle en Means, alsmede de latere studie van Lerner, dat het merendeel van de tweehonderd grootste Amerikaanse, niet-financiële ondernemingen 'management controlled' is: 82,5% (of 165) in 1974, tegen 40,5% (of 81 van de 200) in 1929. Het criterium is daarbij of er eigenaren zijn die 10% of meer van de aandelen in bezit hebben. Maar in toenemende mate wordt deze these betwist met het argument dat financiële controle (van 'trustfunds' beheerd door grote banken, pensioenfondsen, beleggings- en verzekeringsmaatschappijen en andere) belangrijker is geworden. Soms worden daarbij andere criteria gebruikt (zie Kotz, blz. 75-79 en Pitelis, blz. 25-26). Zie: A. Berle en G.C. Means, *The modern corporation and private property*, New York, 1932, herziene uitgave 1969; R. Lerner, *Management control and the large corporation*, New York 1970; W.G. Shepherd, *The economics of industrial organization*, Englewood Cliffs, 1985, blz. 108-110; E.S. Herman, *Corporate control, corporate power*, Cambridge, 1981, blz. 58-64; D.M. Kotz, *Bank control of large corporations in the United States*, Berkeley, 1978; C. Pitelis, *Corporate control*, Cambridge, 1987; en Corporate control, *Business Week*, 18 mei 1987, blz. 70-75.

12. Zie het overzicht betreffende Engeland, West-Duitsland, Frankrijk en België, gegeven in A.P. Jacquemin en H.W. de Jong, *European industrial organization*, Londen, 1978, blz. 160-168. Maar ook in Europa zijn er de laatste tien jaar grote veranderingen opgetreden, onder andere als gevolg van privatiseringen en de fusiegolf. Tussen 1979 en 1986/1987 is bij voorbeeld in Engeland, West-Duitsland en Spanje het belang van de staat als bezitter van ondernemingen drastisch verminderd.

13. Adam Smith, *The wealth of nations*, Oxford, 1976, deel 2, blz. 741.

14. A. Marshall, *Industry and trade*, Londen, 1919, blz. 321-322.

15. Zie de bespreking in F.M. Scherer, *Industrial market structure and economic performance*, Chicago, 1980, blz. 34-37.

16. Marshall, op. cit., blz. 327.

Tabel 1. Wijze van zeggenschap in de 200 grootste niet-financiële Amerikaanse ondernemingen

Zeggenschap	Aantal ondernemingen		Procentuele verdeling	
	1929	1974	1929	1974
Management	81	165	40,5	82,5
Minderheidsaandeelhouders	65	29	32,5	14,5
Meerderheidsaandeelhouders	19	3	9,5	1,5
Anderen	35	3	17,5	1,5
Totaal	200	200	100,0	100,0

Bronnen: E.S. Herman, *Corporate control, corporate power*, Cambridge, 1981, blz. 58; W.G. Shepherd, *The economics of industrial organization*, Englewood Cliffs, 1985, blz. 109.

staan, bestaande uit vele juridisch zelfstandige, maar economisch ondergeschikte ondernemingen, te zamen groepen vormend in een complexe netwerkstructuur. Ook hierin won het streven naar omvang en diversiteit het vaak van de rentabiliteit. Een groot deel van deze concentraties heeft in het verleden namelijk tot slechte resultaten geleid¹⁷;

- de scheiding van eigendom en leiding maakt ook een beleid mogelijk waarbij regelmatige, relatief stabiele dividenden worden uitgekeerd en de onderneming de overige winst reserveert. De daaruit resulterende netto kasstroom kan onder andere gebruikt worden voor interne en/of externe expansie.

Vennootschapsstructuur en resultaten

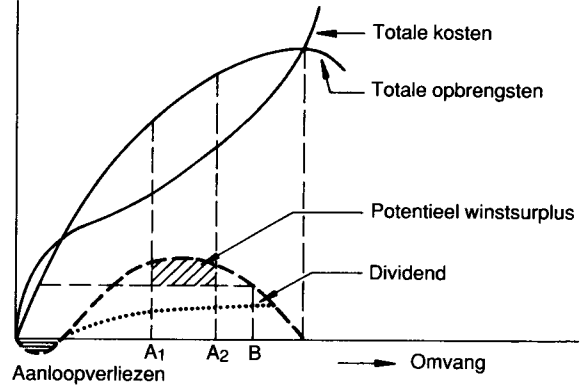
Bovenstaande redeneringen doen verwachten dat de door managers geleide ondernemingen niet leiden tot optimale resultaten, maar tot sub-optimale winsten, die overigens nog wel ruim voldoende kunnen zijn om een door de kapitaalmarkt aanvaardbaar geacht dividend uit te keren. Figuur 1 geeft deze verhoudingen weer. Een omvang tussen A_1 en A_2 is in een bepaalde periode optimaal. Een grotere omvang (punt B) moet worden bekocht met dalende rentabiliteit, hetzij als gevolg van overcapaciteit die ontstaat door te grote expansie in een gegeven markt, hetzij vanwege de kosten en tegenslagen verbonden aan diversificatie in andere markten. De tweede weg werd/wordt overigens vaak verkozen om de eerste te ontgaan.

Het gevolg van deze gang van zaken is dat een winstpotentieel ontstaat dat niet wordt benut. Een andere onderneming, die dit 'winstgat' ziet (of meent te zien), kan een overnamebod uitbrengen; en dan blijkt spoedig dat de betreffende onderneming kwetsbaar is. De bewindvoerders van de onderneming waarop geboden wordt moeten kiezen: of overgenomen worden of zich te weer stellen. De laatste jaren is gebleken – vooral in de angelsaksische landen – dat er een heel arsenaal van verdedigingsmiddelen bestaat dat kan worden gemobiliseerd: witte ridders, gifpilen, beïnvloeding van aandeelhouders door beloften van winstverbetering en dividendverhoging. Maar bewindvoerders kunnen zich ook tegen biedingen indekken door middel van beschermingsconstructies: uitgifte van certificaten (zonder stemrecht), preferente aandelen, prioriteitsaandelen enz., in alle mogelijke variaties en combinaties, of, zoals in Zwitserland, door het onderscheiden van aandeelhouders in geregistreerde en niet-geregistreerde. De laatsten hebben geen stemrecht (wel alle overige voordelen) en kunnen door de oligarchische leiding zonder opgaaf van redenen in deze categorie worden geplaatst.

Het is niet mijn bedoeling op de technische aspecten van beschermingsconstructies in te gaan. De vraag die hier aan de orde is, is of dergelijke constructies – aangenomen dat zij onvriendelijke biedingen daadwerkelijk kunnen tegenhouden – maatschappelijk wenselijk zijn. Daartoe moeten wij onze analyse nog even voortzetten.

Laten wij eerst aannemen dat de oligarchische onderneming haar expansiepolitiek (in figuur 1 tot punt B) uitvoert in een markt met concurrenten. Ook deze concurrenten hebben van de expansiepolitiek te lijden, behalve sub-optimale resultaten of verliezen (bij overcapaciteiten), maar kunnen dat niet verhelpen, want de veroorzakende onderneming is beschermd. Er kan dan een slepende toestand ontstaan, met drang tot protectie, subsidies en dergelijke, vanuit de bedrijfstak. Zou de veroorzakende onderneming niet beschermd zijn, dan kan een bod op haar worden uitgebracht waarna een rationalisatie zou kunnen worden uitgevoerd die de situatie in de bedrijfstak verbetert. De onderneming komt dan in het gebied A_1 - A_2 . De overnemer

Figuur 1. Omvang en rentabiliteit van een door een manager geleide onderneming



kan – met behoud van een zelfde 'pay-out ratio' als voorheen bestond – een hoger dividend in het vooruitzicht stellen en zelfs meer winst reserveren.

Is daarentegen de onbevredigende winstsituatie bij punt B het gevolg van een (onrendabele) diversificatiepolitiek van de expanderende onderneming, dan kan deze politiek (achter beschermingsconstructies) langdurig worden voortgezet, met maatschappelijk nadelig gevolg. Eenieder voor overname zou – indien geen beschermingsconstructies bestaan – de diversificerende onderneming kunnen opkopen en herstructureren, eveneens met maatschappelijk voordelig resultaat. Het gebied A_1 - A_2 wordt dan immers bereikt door de onrendabele of minder rendabele delen (A_2 -B) te verkopen. Ook dan is dividendverhoging mogelijk en kan de bidder een premie op de gangbare waarde van de aandelen offeren.

In beide gevallen, zowel bij overexpansie op één markt als op verscheidene markten, verbetert een overnamebod de maatschappelijke allocatie van produktiemiddelen. Men kan tegenwerpen dat dezelfde strategie eveneens door de leiding van het aangevallen concern kan worden gevolgd. Dat is waar. Maar het kan zijn dat deze leiding de mogelijkheden tot winstverbetering niet heeft gezien of dat zij, om welke reden dan ook, daartoe niet heeft besloten. In beide gevallen is een overnamebod nuttig en wel de leiding van het aangevallen concern te dwingen tot waardeschepping, dat wil zeggen een betere benutting van de mogelijkheden die onderneming en markt bieden.

De conclusie uit deze overwegingen is derhalve dat beschermingsconstructies het maatschappelijke herallocatieproces, waarbij produktiemiddelen worden ingezet en aangewend in die combinaties waarin zij het meeste profijt opleveren, belemmeren. In de economische literatuur zijn velen daarom de mening toegedaan dat overnamebiedingen een maatschappelijk gewenste correctie op het gedrag van de oligarchische onderneming inhouden¹⁸.

17. Zie mijn 'De concentratiebeweging: verklaring en resultaat', *ESB*, 11 maart 1988, en het recente onderzoek van Porter naar het succes of falen van 2.762 overnames door 33 leidende Amerikaanse ondernemingen in de periode 1950-1985, zoals weergegeven in *Harvard Business Review*, mei/juni 1987.

18. Voorstanders zijn onder andere: J.R. Hicks, Limited liability: the pros and cons, en Br. Hindley, Takeover bids and company law, beide in: T. Ohnial (red.), *Limited liability and the corporation*, Londen/Canberra, 1982; H.G. Manne, Mergers and the market for corporate control, *The Journal of Political Economy*, jg. 73, 1965; en M.C. Jensen en R.S. Ruback, The market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, jg. 11, 1983.

Het hierboven beschreven analytische model is niet onweersproken gebleven. De kritiek op het model is samengevat door Scherer. Deze geeft ook een overzicht van de empirische bevindingen op dit terrein.

Ten eerste is het model van figuur 1 zuiver statisch. Ook wanneer als doelstelling genomen wordt maximalisatie van de omzetgroei, in plaats van de omzet, blijft als bezwaar dat er een constante evenwichtige-groei-voet en dividendbetalingen verondersteld worden. In de praktijk is dit meestal niet het geval, want investeringsmogelijkheden veranderen met het tijdsverloop, in samenhang met groeicycli. Het model gaat ook voorbij aan de mogelijkheden voor (vooral oligopolistische) omzetmaximaliserende aanbieders om hun kosten- en opbrengstenfuncties te beïnvloeden door middel van research, reclame, produkt/prijsstrategie e.d., terwijl omgekeerd winstmaximaliserende ondernemingen, als zij zich weinig expansief gedragen, het slachtoffer van overnamebiedingen kunnen worden¹⁹.

Ten tweede zal omzetmaximalisatie een drukkende werking op de prijzen uitoefenen, derhalve de nadelen van een monopolistische c.q. oligopolistische marktstructuur verminderen, en het maatschappelijk voordeel van afgedwongen overnames dienovereenkomstig verkleinen.

Ten derde zijn de mogelijkheden van een profijtelijk overnamebod afhankelijk van de breedte van het potentiële winstsurplus (het gearceerde gebied in figuur 1). Is het stuk tussen A_1 en A_2 nauw, met een duidelijke piek in de winstcurvelijn, dan kan een overnamebod meer waarde scheppen dan wanneer zulks niet het geval is.

Het blijkt dus – zoals vaak in economische theorieën – dat statische voorstellingen van zoveel stilzwijgende vooronderstellingen uitgaan, dat hetgeen te bewijzen valt op losse schroeven komt te staan.

Wat heeft nu het empirische onderzoek opgeleverd? Er zijn op dit terrein vele studies verricht. De teneur ervan is in het algemeen dat de relatief onrendabele en/of ondergevalueerde ondernemingen inderdaad een groter risico lopen overgenomen te worden. Scherer, die deze studies bespreekt²⁰, plaatst echter een drietal kanttekeningen bij de uitkomst:

- ten eerste zijn de uitkomsten van de relatie tussen het aantal overnamebiedingen en de winstgevendheid (of de verhouding marktwaarde/boekwaarde van de activa) statistisch nogal zwak: de kans op een overname is klein en slechts twee keer zo groot voor laag-renderende als voor hoog-renderende ondernemingen;
- ten tweede zijn de transactiekosten van een overname vrij hoog, zodat de aandelen van een slecht renderende onderneming wel 13 à 15% beneden de potentiële waarde kunnen dalen alvorens er een bod komt;
- ten derde is de waarschijnlijkheid van een overname omgekeerd evenredig met de omvang van de onderneming, zodat er voor de grote, relatief onrendabele onderneming een redmiddel is in de vorm van ... overnames!

Niettemin rechtvaardigen deze kanttekeningen mijns inziens niet de conclusie dat betwiste overnamebiedingen geen of weinig effect hebben. Want ten eerste is in de angelsaksische landen het percentage betwiste overnames, hoewel nog steeds een minderheid (10 à 20% van de gevallen), verdubbeld ten opzichte van de jaren zestig, zodat de kans op zo'n overname aanzienlijk groter is dan in de periode waarop de door Scherer besproken studies slaan.

Ten tweede zijn, hoewel de transactiekosten vrij hoog zijn, premies van 20-50% op de gangbare beurskoers voor het bod, vrij algemeen (soms nog hoger). Als dit al het geval is bij normale ('vriendelijke') overnames, waarom zouden betwiste overnames in die categorie dan ook niet ren-

dabel kunnen zijn? Dat bij betwiste overnames de zaak uit de hand kan lopen, is (impressionistisch gesproken) waar, maar vormt onvoldoende reden om de vrijheid van biedingen aan banden te leggen via door belanghebbenden zelf gemaakte beschermingsconstructies.

Ten derde meent Scherer dat grote ondernemingen beter gevrijwaard zijn tegen overnamebiedingen. Dat mag voor het verleden hebben gegolden, in de huidige fusiegolf is deze stelling herhaaldelijk gelogenstraft. De nieuwe combinaties van ondernemers en investeringsbankiers hebben aangetoond dat grootte op zich geen afdoende beveiliging biedt.

Aan deze kritieken zijn nog twee argumenten toe te voegen. In grotere mate dan vroeger komen verzelfstandigingen voor ('management buy-outs' en 'buy-ins'). Onderzoek (onder andere van de Nationale Investeringsbank bij een honderdtal Nederlandse ondernemingen) wijst uit dat deze verzelfstandigingen in een grote meerderheid van de gevallen tot grotere omzet, hoger rendement en hogere werkgelegenheid leiden. Dat wijst toch op verborgen efficiëncy-verliezen bij veel grote concerns, die door herstructurering kunnen worden verholpen.

Ten slotte dient men te bedenken dat bijna alle verrichte studies inzake overnamebiedingen uit de angelsaksische landen stammen, waar betwiste overnames in het kader van de democratische ondernemingsconceptie grosso modo sinds jaar en dag mogelijk zijn. In Nederland (evenals in Duitsland, Zweden en Zwitserland) is dat niet het geval, evenmin als in Japan, waar "a direct investment of 10 per cent in a Japanese company automatically requires submitting to a detailed approvals procedure..." door twee ministeries, die waarschijnlijk de informatie doorspelen naar betrokkenen (*Financial Times*, 4-9-1985), terwijl in Frankrijk en België de autoriteiten een zig-zagbeleid voeren. Daaruit volgt enerzijds dat in de 'beschermde' landen de voordelen van biedingen vermoedelijk groter zullen zijn dan de angelsaksische studies aangeven. In de laatste landen gaat namelijk van de dreiging reeds een disciplinerend effect uit. Anderzijds ontstaat uit deze deling van de wereld in oligarchisch en democratisch gestructureerde concerns een probleem wanneer internationale overnames aan de orde zijn – hoe lang kan deze deling stand houden en is het voor een land als Nederland verstandig de beschermingsconstructies te ontmantelen? Op die vraag kom ik nog terug.

De conclusie uit het voorgaande is dat, hoewel het statische model van figuur 1 geen afdoende bewijs vormt voor de voordelen van open overnamebiedingen, de traditionele inzichten van economen wel een goede theoretische en empirische basis hebben.

Beleidsaspecten

Naast de besproken economische argumenten zijn er ook beleidsmatige aspecten die aandacht verdienen. Ten eerste wordt wel gesteld dat onvriendelijke bieders slechts op 'papieren winsten' uit zouden zijn, want na een bod stijgt, op grond van wellicht valabele redenen als boven uiteengezet, veelal de koers van de aandelen der aangevallen onderneming waarna de bieders hun winst nemen. Of zij laten zich afkopen door de leiding van de betwiste onderneming. De 'raiders' strijken dan 'greenmail'-winsten op.

19. De *Financial Times* schreef inzake de overnamegevechten om de leidende Belgische verzekeringsconcerns Royale Belge en Asubel in 1987 en 1988: "... Belgium is seen as a happy hunting ground for the expansionist French industry, not least because its largely family-owned, insurance industry enjoys Government protection and fat profit margins on its life business, but yet has been far from dynamic in the past", *Financial Times*, 16 januari 1988.

20. Scherer, op. cit., blz. 37-39.

Dergelijke gevallen hebben zich inderdaad voorgedaan, al betreft het een minderheid. Wat de bedoeling van eenieder is, wordt echter pas duidelijk indien biedingen mogelijk zijn geworden. Beschermingsconstructies die biedingen zinloos maken, gooien derhalve het kind met het badwater weg. Bovendien is er een remedie: men kan voorschrijven dat een bod gevolgd moet worden door het kopen van de onderneming tegen de geboden prijs. Deieder wordt dan gedwongen goed na te denken. Als bovendien het zittende management verboden wordt het dividend of het aandelenkapitaal, in reactie op een bod, te verhogen, wordt ook dit gedwongen zich tijdig te bezinnen en worden de verhoudingen gezuiverd.

Een tweede veel gehoorde redenering luidt dat bieders slechts handelen op basis van korte-termijnoverwegingen, terwijl de leiding van een onderneming op de lange-termijnontwikkeling is ingesteld. En dit laatste zou veel meer in het belang van onderneming en samenleving zijn. De stellingname impliceert dat de leiding van een onderneming een lagere tijdsvoorkeur heeft dan deieder, want beiden streven naar een maximale waarde van de onderneming, die bestaat uit de verdisconteerde waarde van de toekomstige winsten. De hoogte van de disconteringsfactor is evenwel een subjectieve grootheid en wordt bovendien mede beïnvloed door ontwikkelingen op markten en in de economie als geheel. Er is daarom geen enkele rechtvaardiging voor een a priori geringe tijdsvoorkeur, dus voor het denken op de lange termijn: of dit verstandig is hangt af van factoren als de soort bedrijfstak, de marktontwikkeling, de concurrentie-intensiteit, uitvindingen, overheidsbeleid en talrijke andere factoren. In tijden van grote veranderingen pleegt de tijdsvoorkeur te veranderen en veelal korter te worden, mede om de wendbaarheid te vergroten; maar welke tijdsvoorkeur relevant is, hangt af van de betreffende markt. "De tijd is de maat van het ondernemen", luidt een oude zegswijze – en die tijd is geen klokke-tijd, maar economische tijd: het moment waarop de waardeschepping (of waardevorming) optimaal kan worden. Hoeveel lange-termijn doelstellingen op macro- en micro-niveau zijn niet door de gebeurtenissen achterhaald? En hoeveel korte-termijnstrategieën zijn niet gestrand omdat men de zich ontwikkelende trends niet onderkende?

Aan de hand van figuur 1 is dat met behulp van een voorbeeld in te zien: in geval van een procesinnovatie, waardoor de productie van het goed goedkoper wordt of kwalitatief beter, is de onderneming die voorheen wellicht over-
expandeerde en een groot marktaandeel verkreeg (punt B) in het voordeel, mits zij haar productieproces weet om te schakelen. Is er sprake van een produktinnovatie die substituerend werkt, dan is een strategie gericht op een omvang tussen A₁-A₂ beter: er dreigt dan immers verlies van marktaandeel en een hoge winstmarge stelt de bedreigde onderneming in staat een versnelde vernieuwing van het assortiment te financieren.

Misschien is het waar dat bieders gemotiveerd worden door korte-termijnoverwegingen en de bewindhebbers van beschermde ondernemingen door lange-termijnstrategieën, maar ik betwijfel of die stelling in het algemeen juist is. Waren Unilevers bod op Cheseborough Ponds, of General Electrics acquisitie van RCA korte-termijnbewegingen?; de overgenomenen werden ook hier opgesplitst en ten dele doorverkocht! Maar zelfs als het waar is, spreekt het niet per definitie tegen de bieders: door synergie kan het geheel meer dan de som der delen worden, maar er kan ook meerwaarde ontstaan door opsplitsing: dan is de som der delen meer dan het geheel. Als deieder dat eerder of beter onderkent dan de leiding van de aangevallen onderneming, valt niet in te zien waarom hij door beschermingsconstructies moet worden geblokkeerd. Met andere woorden: waarom moet nieuwkomers als Icahn of De Be-

nedetti belet worden te doen wat Unilever en General Electric wel mogen?

De vraag is daarom uiteindelijk: wie heeft het beste zicht op de toekomstige ontwikkelingen? Daarop past geen generaliserend antwoord, want het gaat om 'entrepreneurial moves'. In onze Westerse economie is de markt de finale arbiter-op-termijn van deze zaken, of het nu producten, processen of ondernemingen/concerns betreft. De aanwezigheid van rivaliserende concurrentie om al deze zaken is in het verleden een belangrijke stimulans tot waardeschepping gebleken.

Er is echter een uitzondering: als de middelen en methoden van de markteconomie gebruikt worden om de concurrentie uit te schakelen, wordt een grens overschreden die niet gepasseerd mag worden. Daarom is een politiek ter bescherming van de concurrentie, niet ter bescherming van mededingers nodig! Monopolievorming of marktdominantie moet worden vermeden.

Politieke invloeden

Een merkwaardige episode uit onze economische geschiedenis illustreert dit. In 1897/1898 waren in Nederlands-Indië diverse oliemaatschappijen opgekomen en vooral de Koninklijke Nederlandse Petroleummaatschappij was door de uitvoer van petroleumproducten naar markten in het Verre Oosten tot bloei gekomen. Dat bedreigde de dominante positie van de Amerikaanse Standard Oil Company. De reactie van Standard was overal dezelfde: proberen de markten te monopoliseren door uitschakeling van concurrenten via opkoop of vernietiging²¹. Deze politiek was in de Verenigde Staten na een strijd van enige jaren in 1895 mislukt: door de veranderde kwantitatieve verhoudingen in productie en uitvoer bepaalden voortaan de wereldmarktprijzen de Amerikaanse prijzen, in plaats van omgekeerd. Het was dus zaak de markten in Europa en het Verre Oosten te regelen. In 1895 kwam een voorstel om de Engelse Shell Company van Samuel over te nemen; dat werd afgewezen²². In Duitsland ontstond grote onrust door de verticale voorwaartse integratie van Standard in 1896 en 1897. In Indië was reeds een voorstel aan de Koninklijke gedaan om 'samen te werken' (ook afgewezen). En dus kwam de mogelijkheid (in 1898) om een beslissend belang te nemen in de verkooppolitiek van de Moeara Enim-maatschappij, die in Zuid-Sumatra een rijk olieveld had ontdekt, als een uitkomst²³. De mogelijkheid ontstond om Standard, op basis van Indische olie, een dominerende positie in het Verre Oosten te verschaffen. Overigens waren onderhandelingen met de Koninklijke en de Shell eerder op een mislukking uitgelopen voor Moeara Enim²⁴. Er volgde op de voorgestelde Standard-Moeara Enim-transactie in Nederland een nationalistische reactie. In dit klimaat van monopoliespel van Standard, onderlinge verdeeldheid bij de Nederlandse oliemaatschappijen, nationalistisch sentiment bij het publiek en dit alles tegen de achtergrond van internationaal imperialisme, vielen twee beslissingen van historische betekenis. Ten eerste liet de minister van Koloniën op subtiële wijze aan de aandeelhouders van Moeara Enim weten dat de ontdekking van olie nog geen recht op een concessie tot exploitatie inhield. De transactie met Standard ging toen niet door. Ten tweede

vervolg op blz. 853

21. C. Gerritson, *Geschiedenis der Koninklijke*, Haarlem, 1932, deel II, blz. 34-36.

22. G. Tugendhat, *Oil, the biggest business*, Londen, 1968, blz. 50.

23. Gerritson, op. cit., blz. 58-60.

24. Gerritson, op. cit., blz. 66.

werd aan de Koninklijke goedkeuring verleend om preferente aandelen uit te geven met uitsluitende bevoegdheid inzake bestuursbenoemingen en beperkte overdrachtsmogelijkheden²⁵. Nadat de minister nog een wijziging in het ontwerp had verkregen die erop neerkwam dat alleen Nederlanders houders van de preferente aandelen mochten zijn, werden de gewijzigde statuten goedgekeurd.

Deze gebeurtenis was een novum in de Nederlandse vennootschapsgeschiedenis, sinds de heroprichting van het Koninkrijk, waarbij het principe van de democratische organisatievorm, belichaamd in de 'Code de Commerce', werd ingevoerd. Tussen 1823 en 1898 gold de ontoelaatbaarheid van de oligarchische clausule, zij het niet onbetwist. In verschillende etappes werden de mogelijkheden voor de oligarchisch geleide onderneming uitgebouwd, tot in de Structuurwet van 1971 een culminatiepunt werd bereikt.

Deze episode toont aan dat het vraagstuk van de beschermingsconstructies ook politieke dimensies heeft. Hoewel de economische analyse aangeeft dat betwiste biedingen wel degelijk een efficiency-verhogend effect kunnen hebben, laten politieke overwegingen zich ook gelden. Biedingen met een monopoliserend karakter en de vervreemding van belangrijke nationale ondernemingen waardoor de ontwikkeling van bedrijfstakken een geheel andere wending kan nemen, kunnen haaks komen te staan op het door economen bepleite efficiency-principe.

In het kader van de voortgaande Europese integratie, lijkt het waarschijnlijk dat zich belangrijke veranderingen zullen aandienen. De door de Europese Commissie gevraagde mogelijkheid van fusiecontrole na toetsing vooraf, die neerkomt op een verbod indien een dominante positie met een marktaandeel van ten minste 20% wordt bereikt of versterkt, zou, mits consequent en non-discriminatoire uitgevoerd, aan het gevaar van onvoldoende mededinging tegemoet kunnen komen.

De hiervoor gegeven overwegingen geven de context waarin naar verbetering van de huidige situatie moet worden gestreefd. Daarbij is het principe van de vrije markt in een geïntegreerde Europese Gemeenschap een juiste leidraad. Zolang dit spoor evenwel door andere (grote) lidstaten niet gedeeld of gevolgd wordt en de EG geen reciprociteit in het verkeer met niet-lidstaten heeft bereikt (Japan, Zwitserland, Zweden enz.), is een eenzijdige ontmanteling van alle bescherming tegen onvriendelijke biedingen prematuur. Bescherming uit nationalistische motieven heeft echter wel een prijs. Onderzoek met betrekking tot Frankrijk en Engeland wijst uit dat de dochterondernemingen van buitenlandse multinationale ondernemingen een hogere rentabiliteit hebben dan de nationale ondernemingen²⁶. Dat geldt voor bijna alle bedrijfstakken en hangt niet samen met de grootte van de ondernemingen. Wel blijkt, evenals voor Nederland²⁷, dat Amerikaanse multinationale dochterondernemingen een betere rentabiliteit hebben dan Europese. Nationalistische afbescherming heeft derhalve gevolgen voor de efficiency, zij het op de lange termijn, en de econoom kan niet anders dan constateren dat, wanneer geen monopolistische oogmerken in het geding zijn en ordelijke procedures in acht worden genomen, betwiste biedingen een positief effect op de efficiency van het bedrijfsleven zullen hebben.

H.W. de Jong

25. Gerritson, op. cit., blz. 46.

26. J. Savary, *French multinationals*, Genève/Londen, 1984, blz. 95-109; J.H. Dunning, *International production and the multinational enterprise*, Londen, 1981, blz. 165-173.

27. M. van Nieuwkerk en R.P. Sparling, *De internationale investeringspositie van Nederland*, Monetaire Monografieën nr. 4, Deventer, 1985, blz. 31 en 48. De auteurs geven geen definitie van het door hen gebruikte begrip rendement, waardoor geen vergelijking met Nederlandse nationale ondernemingen mogelijk is. Niettemin bestaat, op grond van de door het CBS voor de nijverheid berekende rentabiliteit op het eigen vermogen, het vermoeden dat ook in ons land de bevindingen van de Franse en Engelse studies van toepassing zijn.