

Maatschappelijk toezicht op overnames is dringend gewenst

Overnames zijn zelden succesvol en leiden tot hoge maatschappelijke kosten. De invoering van een jaar wettelijke bedenktijd bij vijandige overnames kan helpen om de kosten van overnames te beperken, maar verdergaande ingrepen in de overnamemarkt en in ondernemingen zijn nodig om maatschappelijke belangen te beschermen.

BEN DANKBAAR
Emeritus hoogleraar
aan de Radboud
Universiteit
Nijmegen

HANS SCHENK
Hoogleraar aan de
Universiteit Utrecht
en kroonlid van de
Sociaal-Economi-
sche Raad

Recent bepleitte minister Kamp van Economische Zaken in een brief aan de Tweede Kamer (2017) meer bescherming van bedrijven tegen buitenlandse overnames. Eerder pleitte hij al voor bescherming van 'vitale' ondernemingen tegen dergelijke overnames. Dit zijn voorstellen die nogal afwijken van de koers die afgelopen decennia is gevaren. Onder invloed van het Angelsaksische en neoliberale denken werden beschermingsconstructies juist afgebouwd en werd ruim baan gemaakt voor activistische beleggers.

Een vrije overnamemarkt zorgt immers voor disciplinerende van bestuurders, zo stelt Marris (1964) in een invloedrijk leerstuk uit de economische theorie. In een vrije overnamemarkt kunnen bestuurders worden vervangen via de zogenaamde *market for corporate control*. Dit zorgt ervoor dat activa op de meest efficiënte wijze worden benut. Als ondernemingen activa onderbenut laten, zullen investeerders of andere ondernemingen proberen deze in handen te krijgen om ze efficiënter te benutten en zo winst te maken. Tegelijk realiseren de bestuurders van ondernemingen zich dat zij het risico lopen om naar de zijlijn te worden gemanoeuvreerd indien zij niet de maximale productiviteit uit de aan hen ter beschikking gestelde activa weten te halen. Dit overnamerisico houdt hen bij de les, althans volgens de theorie van Marris.

Uit deze theorie vloeit voort dat de overheid alles in het werk moet stellen om de overnamemarkt zo vrij mogelijk zijn gang te laten gaan, want dat draagt bij aan de welvaart. Dat is dan ook wat in Europa met de introductie van de Overnamerichtlijn uit 2004 wordt beoogd. De inzet van deze richtlijn, tot stand gekomen na een advies van experts onder leiding van Jaap Winter, was de afschaffing van allerlei constructies die bedrijven hadden bedacht om zich te beschermen tegen overnames. Het Europees Parlement zwakte de ideeën van Winter et al. (2002) weliswaar behoorlijk af (met als belangrijkste gevolg dat vele reeds bestaande beschermingsconstructies overeind mochten blijven), maar de basisgedachte bleef onaangetast: beschermingsconstructies zouden eigenlijk onmogelijk moeten worden gemaakt, want zij belemmeren de efficiënte werking van de overnamemarkt.

OVERNAMES IN DE PRAKTIJK

In de praktijk blijken de in de theorie genoemde voordelen van marktwerking helaas zelden omgezet te kunnen worden in daadwerkelijke voordelen. En soms is het ook de vraag of de argumenten wel de lading dekken, vooral wanneer we het hebben over overnames waarmee honderden miljoenen tot wel tientallen miljarden in het spel zijn. Vaak spelen geheel andere argumenten, waarvan de spelers zelf doorgaans niet reppen en/of waarvan ze zich wellicht zelfs niet eens bewust zijn. Dat blijkt wanneer we overnames (en fusies) als een verschijnsel analyseren in plaats van uitsluitend stil te staan bij individuele gevallen.

Overnamegolven

Opvallend is, in de eerste plaats, dat overnames in sterk geclusterde vorm optreden. Gemeten over de laatste ruim honderd jaar hebben we zes overnamegolven gezien, telkens met een duur van zes à zeven jaren (1897–1904; 1927–1933; 1967–1973; 1981–1987; 1995–2001; 2003–2008), terwijl er sinds 2014 wellicht sprake is van

een zevende. Tijdens zo'n golf explodeert het aantal overnames binnen enkele jaren tot wel het tienvoudige, om na het bereiken van de piek weer even snel af te nemen als het groeide (Town, 1992; Kummer en Steger, 2008). Waarom overnamegolven precies ontstaan is voor veel economen een raadsel (Brealey et al., 2015). Ze hangen niet systematisch samen met factoren als rentevoet, conjunctuur, beursklimaat of technologische ontwikkeling. Overnamegolven worden wel steeds voorafgegaan door economische bloei, maar periodes van economische bloei worden niet telkens gevolgd door een overnamegolf. De financierbaarheid van overnames lijkt dus wel een noodzakelijke maar geen voldoende voorwaarde.

Veel overnames mislukken

In de tweede plaats is opvallend dat verreweg de meeste overnames niet bij machte zijn om voor de overnemende partij meer aandeelhouderswaarde te scheppen dan zonder de overname het geval zou zijn geweest (deze laatste situatie, veelal aangeduid als de *counterfactual*, betreft de waarde die in een genormaliseerde controlegroep wordt gescoord). Aandeelhouderswaarde is natuurlijk 'slechts' een kwestie van perceptie: het is de waarde van een onderneming in de ogen van beleggers. Maar ook op het vlak van reële productiviteit, winstgevendheid, marktaandeelgroei en innovativiteit blijken overnemende bedrijven vaak achter te blijven bij wat zonder overname zou zijn gerealiseerd (zie Schenk (2006) voor een bespreking van de circa vijftig belangrijkste studies). We spreken hier overigens over gemiddelde prestaties: uiteraard zijn er ook succesvolle overnames, maar het leeuwendeel, naar ruwe schatting zo'n 75 procent, mislukt – iedere overnamegolf weer opnieuw.

OVERNAMEPARADOX

Overnames zijn dus explosieve verschijnselen. Hun optreden kan vaak niet verklaard worden door fundamentele economische factoren (waardoor ze ook moeilijk voorspelbaar zijn). En ze mislukken grotendeels. Deze bevindingen confronteren ons met een raadsel: als zo veel overnames stelselmatig mislukken, waarom zijn ze dan soms zo enorm populair? Economische onderzoekers spreken hier van de overnameparadox.

Epidemie

Voortbordurend op het werk van Shiller (1984) kan een passende verklaring voor de empirisch vastgestelde patronen gevonden worden in wat in medische kringen een 'epidemie' genoemd wordt. In een epidemie steken besmette personen elkaar aan. Dat proces verloopt exponentieel. Een overname-epidemie kan ontstaan louter en alleen omdat bedrijven niet het risico durven nemen dat zij als enige een kans missen, veel kleiner worden dan hun concurrenten of, nog erger, zelf doelwit worden. Overnames vinden in dat geval vooral plaats omdat andere overnames plaatsvinden. Op het moment dat een overnamegolf om zich heen begint te grijpen, springen bovendien allerlei overnamemakelaars erop in, aangevuurd door (vooral) Amerikaanse investeringsbanken. Het uitblijven van waardecreatie fungeert uiteindelijk als een tegenkoppeling, waardoor de overnamegolf weer implodeert (Péli en Schenk, 2015).

MAATSCHAPPELIJKE KOSTEN

Terwijl overnames dus vaak mislukken en waarschijnlijk weinig te maken hebben met een gezonde speurtocht naar waarde, hebben zij bovendien hoge maatschappelijke kosten. Overnamegolven eindigen telkens in een recessie en een enkele keer zelfs, zoals begin jaren dertig en in 2008, in een ernstige crisis (Schenk, 2005). Dit komt doordat de meeste overnames bijna gelijktijdig plaatsvinden, waardoor het uitblijven van waardecreatie een systemisch effect heeft: bedrijven komen er ook bijna gelijktijdig achter dat hun overnames mislukt zijn. Ze gaan dan proberen hun zaken weer op orde te krijgen. Dat gebeurt vaak door rationalisaties, bezuinigingen op arbeidsvoorwaarden en speur- en ontwikkelingswerk (R&D) of afstotingen van

Het huidige concentratietoezicht is een wassen neus en houdt geen rekening met de grote maatschappelijke kosten van overnames

eerdere acquisities tegen prijzen die flink lager zijn dan de bedragen die er bij verwerving voor werden betaald. Gelet op de duizenden miljarden die in een paar jaar gespendeerd zijn aan economisch nutteloze investeringen, moet aangenomen worden dat dit proces groot genoeg is om een economie in een recessie te duwen. De maatschappelijke kosten zijn dan aanzienlijk. Wanneer de overnamegolf gefinancierd is met allerlei speculatieve financiële producten, zoals bij de overnamegolven van 1927 en 2003 het geval was, dan kan dit bovendien leiden tot een omvangrijke herverdeling van rijkdom van arm naar rijk, zeker als de overheid zich genoodzaakt ziet in te grijpen.

MAATSCHAPPELIJK TOEZICHT

Het huidige concentratietoezicht houdt geen rekening met deze maatschappelijke kosten. Afhankelijk van de omvang van de betrokken bedrijven en de mate waarin ze grensoverschrijdend actief zijn, moeten de Nederlandse Autoriteit Consument & Markt of de Europese Commissie toestemming geven voor fusies en overnames. Zo heeft de Europese Commissie sedert de invoering van het concentratietoezicht in 1989 ongeveer 6.500 overnames moeten beoordelen. Deze toezichthouders kijken echter slechts naar mogelijke gevolgen voor de consument, dat wil zeggen naar de kans dat de fusie-onderneming op de markt misbruik zal kunnen maken van de verworven machtspositie. Effecten op het algemeen belang worden in dit verband niet relevant geacht. Bovendien worden fusies of overnames vrijwel nooit verboden, mede omdat de mogelijke gevolgen voor de consument vrijwel nooit te bewijzen zijn voordat ze zich daadwerkelijk manifesteren. Hoogstens moeten soms enkele minder belangrijke bedrijfsonderdelen aan concurrenten verkocht

worden, maar dat is meer voor de bühne dan dat het een economisch doel dient (Angelov et al., 2017). De burger denkt dat in Brussel of Den Haag gewaakt wordt tegen schadelijke fusies en overnames, maar niets is minder waar.

Tegenmacht

Het concentratietoezicht dat we nu kennen is dus feitelijk een wassen neus. Oorspronkelijk was dit heel anders bedoeld. Het mededingingsbeleid dat voor het eerst ruim een eeuw geleden in de Verenigde Staten tot ontwikkeling kwam, werd geleid door de gedachte dat grote ondernemingen een ongewenst grote maatschappelijke macht konden opbouwen en daarmee een bedreiging konden vormen voor de democratie. Juist omdat die grote onder-

Terwijl aandeelhouders veelal passanten zijn, dragen werknemers bij aan het succes op de lange termijn

nemingen er toch zijn gekomen, wees de toen invloedrijke econoom John Kenneth Galbraith in de jaren vijftig op het belang van *countervailing powers*: sterke vakbonden, organisaties van het midden- en kleinbedrijf en andere maatschappelijke organisaties, die in economie en politiek de nodige tegenmacht konden vormen (zie bijvoorbeeld Reich, 2016). De overheid moest dergelijke tegenmachten steunen om de democratie te verstevigen.

Toetsing

Ook in Europa was de discussie aanvankelijk geïnspireerd door grotere dan slechts mededingingsbelangen. Zo memoreert Schwartz (1993) dat sociale factoren, effecten op de werkgelegenheid, industriepolitieke belangen, en effecten op de regionale economie bovenaan de agenda stonden. Gaandeweg verdween het algemene belang van de agenda en werd het concentratietoezicht uitsluitend gericht op het consumentbelang. Gelet op de hoge maatschappelijke kosten is het nu hoog tijd dat het concentratietoezicht zodanig wordt aangepast dat het ons kan beschermen tegen wat gerust perverse overnames genoemd mogen worden, door overnames niet, of niet uitsluitend, te onderwerpen aan een consumententoets maar (ook) aan een bedrijfseconomische efficiëntietoets en een toets op maatschappelijke wenselijkheid. Wat betreft dit laatste punt hoort ook maatschappelijk verantwoord ondernemen meegenomen te worden. Waarom zou een overnemende partij die bewezen heeft zich weinig gelegen te laten liggen aan milieu en klimaat niet in het algemeen belang de weg versperd mogen worden? Voor de beoordeling hiervan kan onder andere gebruik gemaakt worden van de tegenwoordig frequent uitkomende classificaties van ondernemingen naar hun maatschappelijke verantwoorde-

lijkheid (bijvoorbeeld van Dow Jones en Sustainalytics).

Het is bovendien nuttig om niet alleen overnames te toetsen die door sommige betrokkenen als 'vijandig' worden betiteld, maar alle overnames die de potentie hebben om de maatschappij op hoge kosten te jagen. Dewey (1996) en Mueller (1997) suggereren dat een maatschappelijke toets zou kunnen gelden voor alle overnames die op touw worden gezet door ondernemingen die groot genoeg zijn om de *Fortune* 500 te halen of voor overnames van ten minste zeshonderd miljoen dollar. Dat lijken verstandige drempels. De tijden dat organisatorische en technische schaalvoordelen op dit niveau nog een rol zouden kunnen spelen, liggen immers al lang achter ons. De mogelijke voordelen voor de consument spelen dan ook geen rol van betekenis, maar de gevolgen van dergelijke overnames in termen van economische en maatschappelijke macht, zichtbaarheid en invloed op beleid van brancheorganisaties en overheden, kunnen niet verwaarloosd worden. Kleinere overnames, die geen systemisch effect hebben, kunnen buiten beschouwing worden gelaten opdat de toezichhouders zich kunnen focussen op de overnames die er maatschappelijk echt toe doen.

BETREK STAKEHOLDERS

Naast de maatschappelijke kosten van overnames, zijn er ook op bedrijfseconomisch niveau argumenten voor meer maatschappelijk toezicht. Zo is de huidige overnametheorie uitsluitend gericht op de belangen van aandeelhouders. De theorie veronderstelt dat de belangen van aandeelhouders (de principalen) en die van bestuurders (de door de principalen 'ingehuurde' agenten) uiteenlopen. De aandeelhouders houden bestuurders in toom door de hulp in te roepen van het overnamemechanisme.

Het is echter de vraag of het logisch is om de principaal-agenttheorie als uitgangspunt te nemen. Zo stellen Blair en Stout (1999) dat een teamproductiemodel, waarin als uitgangspunt wordt genomen dat vele partijen bijdragen aan de creatie van waarde in de onderneming, een veel betere weergave vormt van de feitelijke situatie in ondernemingen. Zij betogen daarom dat er geen reden is om ervan uit te gaan dat het surplus aan waarde (*rent*) dat overblijft als alle betrokkenen hun beloning hebben gehad (lonen, rente, winst), automatisch aan de aandeelhouders toekomt. Daarmee bouwen zij voort op het werk van Berle en Means (1932), die stelden dat de scheiding tussen eigendom en beheer (*control*) impliceert dat aandeelhouders niet als enigen aanspraak kunnen maken op de opbrengsten van de onderneming. Terwijl aandeelhouders, en in mindere mate bestuurders, veelal te zien zijn als passanten, dragen de inzet van werknemers en maatschappelijke investeringen immers vaak bij aan het succes van de onderneming op de lange termijn (Blair, 1995).

Vanuit het perspectief van het teamproductiemodel zou het daarom logisch zijn om de ondernemingsraad als vertegenwoordiger van het personeel het wettelijk recht te geven om onder bepaalde voorwaarden een overname tegen te houden indien die niet in het belang van de onderneming is.

In het verlengde daarvan zou het voor de hand liggen om werknemers en de maatschappij mee te laten profiteren

van overnames die wel in het belang van de onderneming zijn. Een deel van de waarde van het overgenomen bedrijf zou, als het zo ver komt, voor een periode van vijf of tien jaar opzij gezet kunnen worden voor afvloeiingsregelingen en scholingsprogramma's. Iets soortgelijks zou kunnen gelden voor de middelen die de maatschappij, bijvoorbeeld via overheidssubsidies voor R&D, in het bedrijf heeft gestoken. Waarom zou de samenleving die subsidies, of een deel ervan, niet kunnen terugvorderen door een extra belasting te heffen over de overnamesom?

TOT BESLUIT

Door sommigen is gesteld dat het voorstel van minister Kamp om ondernemingen via een wettelijke bedenktijd te beschermen tegen vijandige overnames het gevaar met zich meebrengt dat bestuurders van het doelwit zich zullen proberen te verschanssen. Het gaat dan niet om bescherming van het bedrijfsbelang, maar om te voorkomen dat bestuurders door een overnemende partij gewipt worden. Het valt niet uit te sluiten dat zulke motieven een rol spelen, maar gezien het grote aantal mislukkingen van overnames waarbij men zich niet heeft verzet, kan dit nauwelijks een serieus bezwaar zijn. Invoering van een verplichte bedenktijd is van belang omdat het de mogelijkheid creëert om het epidemisch karakter van de meeste overnames wat te dempen, zonder economisch zinvolle overnames ook maar een strobreed in de weg te leggen. Handhaving, respectievelijk verlenging, van de werkingsduur van bestaande beschermingsconstructies en versoepeling van de mogelijkheid om nieuwe beschermingsconstructies in te voeren, zouden eveneens goed kunnen bijdragen aan normalisering van de overnamemarkt.

Wat wel vaak voorkomt, is dat bestuurders zich aan alle kanten hebben ingedekt voor het geval dat hun onderneming wordt overgenomen. Vaak kunnen zij ook een forse bonus incasseren indien een overname gerealiseerd wordt – en dat geldt zowel voor bestuurders van de overnemende als voor de doelwitpartij. Het valt moeilijk te bewijzen, maar het is goed mogelijk dat deze beloningen een nuchtere economische analyse in de weg staan. Bestuurders van grote ondernemingen zijn wat dat betreft net mensen en ze gedragen zich net als zovele anderen wanneer ze een afweging moeten maken tussen persoonlijk belang en collectief belang. Toezichthouders, zowel de interne als de externe, zouden dan ook een breder mandaat moeten krijgen om namens de samenleving de rechten, plichten en belangen van alle stakeholders in hun overwegingen te betrekken. Niet alle fusies en overnames zijn onnuttig en irrationeel, maar het is hoog tijd dat de samenleving het oordeel daarover niet slechts overlaat aan aandeelhouders dan wel bestuurders.

LITERATUUR

- Angelov, P., S. Rosenkranz en H. Schenk (2017) Competitive effects of merger remedies in Europe's high-tech industry. *Journal of Competition Law and Economics*, te verschijnen.
- Berle, A.A. en G.C. Means (1932) *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.
- Blair, M.M. (1995) *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Blair, M.M. en L.A. Stout (1999) A team production theory of corporate law. *Virginia Law Review*, 85(2), 247–328.
- Brealey, R.A., S.C. Myers en F. Allen (2015) *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill.
- Dewey, D. (1996) Merger policy greatly simplified: building on Keynes. *Review of Industrial Organization*, 11(3), 395–400.
- Kummer, C. en U. Steger (2008) Why Merger and Acquisition (M&A) waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure. *Strategic Management Review*, 2(1), 44–63.
- Marris, R. (1964) *The economic theory of managerial capitalism*. Londen: Macmillan.
- Mueller, D.C. (1997) Merger policy in the United States: a reconsideration. *Review of Industrial Organization*, 12(5/6), 655–685.
- Péli, G. en H. Schenk (2015) Organizational decision-maker bias supports merger wave formation: demonstration with logical formalization. *Quality & Quantity. International Journal of Methodology*, 49(6), 2459–2480.
- Reich, R.B. (2016) *Saving capitalism for the many, not the few*. New York: Vintage Books.
- Schenk, H. (2005) Organisational economics in an age of restructuring, or: how corporate strategies can harm your economy. In: P. de Gijssel en H. Schenk (red.), *Multidisciplinary Economics*. Dordrecht: Springer, 333–365.
- Schenk, H. (2006) Mergers and concentration policy. In: P. Bianchi en S. Labory (red.), *International handbook of industrial policy*. Cheltenham: Edward Elgar, 153–179.
- Schwartz, E. (1993) Politics as usual: the history of European Community merger control. *Yale Journal of International Law*, 18(2), 607–652.
- Shiller, R.J. (1984) Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1984(2), 457–498.
- Town, R.J. (1992) Merger waves and the structure of merger and acquisition time-series. *Journal of Applied Econometrics*, 7(S1), S83–S100.
- Tweede Kamer (2017) Overnames van bedrijven. Kamerbrief, AEP / 17065616.
- Winter, J., J. Schans Christensen, J.M. Garrido Garcia et al. (2002) *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids*. Brussel, Europees Parlement.

In het kort

- ▶ Overnames vinden vaak plaats in economisch onverklaarbare golven en mislukken grotendeels.
- ▶ Bezuinigingen na het mislukken van overnames zorgen voor hoge maatschappelijke kosten.
- ▶ Om ongewenste machtsvorming te beperken hebben interne en externe toezichthouders een breder mandaat nodig.