

De overnamemarkt in theorie en praktijk

Met name de laatste anderhalf jaar is in ons land de discussie ontbrand over het nut en de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies van op de beurs genoteerde ondernemingen tegen onvrijwillige overname. In de Verenigde Staten loopt die discussie al langer. Daar is ook meer empirisch onderzoek verricht, onder andere naar de effecten van beschermingsmaatregelen en naar de invloed van overnamepogingen op de aandelenkoersen van de in het geding zijnde ondernemingen. In dit artikel worden enkele conclusies van recent theoretisch en empirisch onderzoek op dit terrein besproken.

PROF. DR. P.W. MOERLAND*

Inleiding

De discussie over nut en toelaatbaarheid van beschermingsconstructies heeft de afgelopen tijd in ons land de gemeenteraden danig in beroering gebracht. Deze opwindende is tamelijk abrupt ontstaan. Het Bestuur van de Vereniging voor de Effectenhandel, kortweg het Beursbestuur, gaf blijk van een vooruitziende geest toen het in het jaarverslag over 1985 aandacht vroeg voor deze materie¹. De daarin gedane suggestie om de mogelijkheden tot bescherming te beperken maakte toen nog niet erg veel los.

Geheel anders was dat toen het beursbestuur in maart jongstleden tegen het advies van de Commissie Beschermingsconstructies – in de wandeling de Commissie Van der Grinten – met een nadere uitwerking van het eerder gesuggereerde standpunt kwam². Het onderwerp is sindsdien dagelijks in het nieuws. Het is duidelijk dat deze omslag in de belangstelling in sterke mate is gevoerd door de verwoede overnamegevechten, met name in de uitgeverwereld, en de spraakmakende optredens van bepaalde aandeelhouders die in die tussenliggende tijd hebben plaatsgevonden. Dit heeft bij velen een stellingname pro of contra minder bescherming uitgelokt, soms ook vergezeld van een emotionele ondertoon. Een dergelijke scheiding der geesten bestond overigens ook al binnen de Commissie Van der Grinten, getuige het opnemen van een minderheidsstandpunt in haar rapportage³.

Men kan ruwweg stellen dat voorstanders van minder bescherming relatief veel waarde zeggen te hechten aan de belangen van de aandeelhouders en aan een onbelemmerde werking van noodzakelijk geachte herschikkingsprocessen via de 'market for corporate control'. Tegenstanders van minder bescherming plegen het eigenstandige karakter van de onderneming, de positie van directie en personeel, en het continuïteitsstreven te benadrukken. Veelal wordt ook gewezen op de gevaren van 'corporate raiding' en 'asset stripping', onder verwijzing naar in de Verenigde Staten voorkomende praktijken, waarbij onderne-

mingen worden opgekocht met de bedoeling om ze vervolgens te ontmantelen en leeg te plunderen. Ten slotte geven sommigen blijk van een onvervalst patriottisme als zij hun bezwaren tegen vermindering van de bescherming argumenteren met een anders te verwachten uitverkoop van nationale vlaggeschepen.

De vraag dringt zich op wie er nu eigenlijk gelijk hebben, de voor- of de tegenstanders. Die vraag is uiteraard niet voor eens en altijd afdoende en eenduidig te beantwoorden. Dat zullen we in dit artikel dan ook niet proberen. Wel zullen we een aanzet tot een antwoord geven door aandacht te besteden aan recent theoretisch en empirisch onderzoek op dit terrein. Het zal niet verbazen dat dit onderzoek overwegend van Amerikaanse signatuur is. Er zal evenwel een poging worden gedaan om de inzichten uit dat onderzoek op enkele punten te toetsen aan het Nederlandse kader.

Moderne theorievorming

Binnen de economische wetenschap is zich een veld van studie aan het ontwikkelen dat zich bezighoudt met de 'market for corporate control', ook wel aangeduid als de overnamemarkt. Jensen en Ruback zien zo'n markt als 'a market in which alternative managerial teams compete for

* Hoogleraar Ondernemingsfinanciering aan de Katholieke Universiteit Brabant, Tilburg.

1. Verwezen zij naar *De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985*. De betreffende uiteenzetting is tevens afzonderlijk gepubliceerd onder de titel *De aandeelhouder, beschermingsconstructies en de Effectenbeurs*.

2. *Rapport van de Vereniging voor de Effectenhandel inzake de toepassing van beschermingsconstructies*, Amsterdam, 4 maart 1988.

3. *Rapport van de Commissie Beschermingsconstructies*, Amsterdam, 26 november 1987, blz. 18.

the rights to manage corporate resources'⁴. Aldus beschouwd vormt de overnamemarkt een belangrijk onderdeel van de arbeidsmarkt voor managers. Een goed werkende overnamemarkt beperkt in hun ogen de mate waarin managers zich kunnen permitteren anders te handelen dan in het belang van de aandeelhouders. Voorts voorziet zo'n markt in een mechanisme om schaalvoordelen en andere synergetische effecten te bewerkstelligen door een herschikking van het beheer over schaarse middelen.

Jensen en Ruback plaatsen hiermee de bestaansreden van deze markt tegen de achtergrond van het inmiddels tamelijk ingeburgerde 'agency'-paradigma, volgens hetwelk de relatie tussen aandeelhouder en manager het beste kan worden voorgesteld als die tussen een principaal en zijn gelastigde. De principaal delegeert een bepaalde discretionaire bevoegdheid aan de gelastigde, die op zijn beurt zo goed mogelijk moet presteren in het belang van de principaal, uiteraard tegen een bepaalde vergoeding. Aangezien er sprake is van onvolkomen informatie – de manager beschikt veelal over meer en betere informatie omtrent de onderneming dan de aandeelhouder – is de gelastigde in de gelegenheid om niet strikt in het belang van zijn principaal te handelen, maar ook in zijn eigen belang. Dit stelt een 'agency'-probleem, dat in beginsel langs twee lijnen kan worden beperkt, namelijk door verkleining van de informatie-asymmetrie dan wel door verkleining van het belangenverschil.

In feite zijn er tal van instrumenten en mechanismen in het leven geroepen die kunnen bijdragen aan de verkleining van deze verschillen, zoals allerlei vormen van berichtgeving, het instellen van een toezichthoudend orgaan, en toepassing van systemen van resultaatafhankelijke beloning⁵. In dit scala past ook het mechanisme van de overnamemarkt, als men deze althans voorstelt als een markt waarop managementteams onderling concurreren om de gunst van de aandeelhouder om het beheer over de produktiemiddelen te mogen uitoefenen. Aldus draagt het functioneren van deze markt ertoe bij dat de belangen van de aandeelhouders niet duurzaam straffeloos kunnen worden geschaad, en vindt een (re-)allocatie van middelen plaats in de richting van die activiteiten die het beste rendementsprofiel bieden.

Verskil in ondernemingsconcepten

Dit type theorievorming past wellicht heel goed in de 'Angelsaksische' context waarin het is ontstaan. Een context waarin de 'corporate enterprise' strikt genomen wordt opgevat als een verlengstuk van de aandeelhouders. Een context waarin benoeming en ontslag van leden van de 'Board of Directors' is voorbehouden aan de aandeelhouders, en waar 'tender offers' en 'proxy fights' heel gewoon zijn. Daar tegenover staat een meer organische opvatting van de vennootschap in landen als Duitsland en Nederland. In dit beeld wordt de vennootschap veeleer gezien als een zelfstandige, op continuïteit gerichte, entiteit met een eigen vennootschappelijk belang, als overkoepeling en integratie van de diverse deelbelangen van de participanten, zoals daar zijn de managers, het personeel, de vermogensverschaffers, leveranciers, afnemers enz. Voor grote vennootschappen ligt dit organische beeld expliciet verankerd in het structuurregime, dat stoelt op het uitgangspunt dat managers en commissarissen handelen in het belang van de onderneming, en dus niet uitsluitend in het belang van de vermogensverschaffers of van de werknemers, of in het belang van henzelf⁶. Het structuurregime voorziet in een feitelijke machtsuitoefening door het management en een ultimatieve toetsing door de Raad van Commissarissen. Deze raad is bevoegd om directeuren te be-

noemen en te ontslaan, en voorziet in haar eigen bezetting volgens coöptatie. Aandeelhouders, directie en ondernemingsraad kunnen weliswaar aanbevelingen doen ten aanzien van te benoemen commissarissen, maar het is de raad zelf die beslist. Een belangrijke bevoegdheid van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders betreft het recht tot goedkeuring van de statuten, maar ook hierin zijn in veel gevallen elementen van verwatering geslopen.

Deze constellatie veronderstelt een type aandeelhouder dat zich als afstandelijke belegger wenst te gedragen en eigenlijk alleen maar uit is op een passend rendement. Zijn zeggenschapsrechten zijn zeer beperkt. Ziehier, misschien wat te scherp, het cultuur- en structuurverschil tussen de Amerikaanse en de Nederlandse (met name grote) vennootschap. Dit verschil zou met zich brengen dat het management van Nederlandse vennootschappen in mindere mate blootstaat aan de discipline van de overnamemarkt, hetgeen nog eens wordt versterkt door een cumulatie van beschermingsconstructies⁷. Daardoor beschikken de managers over meer discretionaire ruimte voor de behartiging van hun eigen belangen, en dat zou een optimale (re-)allocatie van produktiemiddelen en van het daarin belichaamde vermogen in de weg staan. Hiervan gaat een negatief effect uit op de waardering van het aandelenvermogen aan de Effectenbeurs, hetgeen op zich zelf weer een prikkel vormt om de vraagzijde van de overnamemarkt te activeren. Het is deze omstandigheid, welke het Beursbestuur in het jaarverslag over 1985 reeds meende te voorzien, een omstandigheid die in de tussentijd alleen nog maar aan actualiteitswaarde heeft gewonnen.

De discussie die over de beschermingsconstructies is losgebarsten, voert ten principale terug naar het hierboven weergegeven verschil in ondernemingsconcept en de daarmee samenhangende wijze van functioneren van de 'market for corporate control'. Door de voortgaande internationalisering van de overnamemarkt worden deze verschillen steeds vaker manifest, hetgeen onvermijdelijk een proces van wederzijdse beïnvloeding in werking zal stellen. Dat geldt zowel op het intercontinentale vlak – vergelijk het overwaaien uit Amerika van verschijnselen als tenderbiedingen, publieke oproepen om volmachten, gifpillen en kroonjuwelen – als op het intracontinentale vlak – vergelijk de roep om harmonisatie van richtlijnen ter zake van fusies en overnames binnen de Europese Gemeenschap.

Waar de discussie in Nederland is ingezet met de bedoeling om de bescherming van vennootschappen minder groot te doen zijn, is men in de Verenigde Staten juist bezig met het entameren van enige protectie. Ook hieruit mag worden afgeleid dat een zekere convergentie in overname-

4. M.C. Jensen en R.S. Ruback, The market for corporate control: the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 1983, nr. 11, blz. 6.

5. Zie bij voorbeeld H.G. Barkema, *Variations in ownership structure, managerial pay packages and managerial effort across firms and industries, an agency-theoretic perspective*, proefschrift, Groningen, 1988.

6. Uit een recent onderzoek verricht door Bank Mees en Hope komt naar voren dat van de 35 hoofdfondsen aan de Amsterdamse Effectenbeurs er 23 of ruim 65% het wettelijke structuurregime kennen. Van de 120 lokale fondsen opereren er 62 of ruim 51% als structuurvennootschap.

7. Volgens het in noot 6 genoemde onderzoek hanteren 55 van alle 155 beursfondsen één enkele specifieke beschermingsmaatregel. Door 35 fondsen wordt een combinatie van één tijdelijke en één permanente beschermingsmaatregel gevoerd. Twee permanente beschermingsmaatregelen komen voor bij 19 ondernemingen. Een combinatie van drie constructies is aan de orde bij 16 ondernemingen. Geen enkele specifieke bescherming kennen 30 ondernemingen. Volgens het eerder genoemde standpunt van het Beursbestuur, waarin stelling wordt genomen tegen een 'overdreven' cumulatie van beschermingsmaatregelen, zouden 13 hoofdfondsen en 22 lokale fondsen te zwaar zijn beschermd, hetgeen overeenkomt met ruim 22% van alle fondsen.

voorwaarden en -technieken is te verwachten, zodat uiteindelijk een grotere mate van reciprociteit zal kunnen resulteren.

Koersresultaten bij overname

In de Amerikaanse literatuur wordt een drietal manieren onderscheiden, volgens welke een overname in principe kan worden gerealiseerd, namelijk via een 'merger', een 'tender offer', of een 'proxy contest'. Verderop zal blijken, dat in de praktijk veelvuldig mengvormen voorkomen. Ingeval van een 'merger' wordt een bod uitgebracht op de aandelen van de over te nemen onderneming, nadat overeenstemming met het management is bereikt en goedkeuring is verkregen in de vergadering van aandeelhouders. Bij een 'tender offer' wordt rechtstreeks aan de aandeelhouders een bod uitgebracht, die op individuele basis kunnen beslissen of ze hun aandelen wensen aan te bieden of niet. Van een 'proxy contest' is sprake wanneer een opstandige groep aandeelhouders, veelal aangevoerd door een ontevreden gewezen manager of een grote aandeelhouder, de macht wenst te verkrijgen in de 'Board of Directors'.

In de Verenigde Staten zijn tal van studies verricht naar de effecten van overnamepogingen op de aandelenkoersen van de daarbij betrokken ondernemingen. Bij dergelijke zogenaamde 'event studies' worden de abnormale veranderingen in de aandelenkoersen rondom het tijdstip van aankondiging geschat, dat wil zeggen veranderingen die niet zijn terug te voeren op koerswijzigingen in de markt als geheel. In de tabellen 1 en 2 is hiervan een samengesteld overzicht opgenomen, en wel voor geslaagde respectievelijk mislukte overnamepogingen. De tabellen zijn ontleend aan Jensen en Ruback⁸.

Tabel 1 laat zien dat de aandeelhouders van overgenomen ondernemingen gemiddeld een koerswinst behalen van 20% bij 'mergers' en van 30% bij tenderbiedingen. De biedende partij realiseert gemiddeld een koerswinst van 4% bij een tenderbod en nihil bij een 'merger'. Volgens tabel 2 lijden beide partijen gemiddeld kleine koersverliezen ingeval van een mislukte overnamepoging, behalve bij een 'proxy contest', die gemiddeld voor een koersstijging van de bevochten onderneming zorgt, los van de vraag hoe de strijd uitpakt.

Het contrast tussen de relatief omvangrijke koerswinsten bij geslaagde overnamepogingen en de relatief onbe-

Tabel 1. Abnormale koerswijzigingen van aandelen in verband met geslaagde overname, in procenten^a

| Overnametechniek | Doel | Bieder |
|------------------|------|--------|
| Tenderbod | 30 | 4 |
| Merger | 20 | 0 |
| Proxy contest | 8 | |

a. Abnormale koerswijzigingen zijn prijsveranderingen die reteren na correctie voor de algemene koersbeweging.

Tabel 2. Abnormale koerswijzigingen van aandelen in verband met niet geslaagde overname, in procenten^a

| Overnametechniek | Doel | Bieder |
|------------------|------|--------|
| Tenderbod | -3 | -1 |
| Overname | -3 | -5 |
| Proxy contest | 8 | |

a. Zie noot bij tabel 1.

tekenende koersverandering bij mislukte overnamepogingen is volgens Jensen en Ruback een aanwijzing dat de vruchten van 'mergers' en tenderbiedingen alleen worden geplukt indien er sprake is van een daadwerkelijke overdracht van het beheer in andere handen. Dit lijkt te suggereren dat de aandeelhouders van potentieel over te nemen ondernemingen worden benadeeld als het management tegen het bod ingaat of anderszins tracht te verijdelen dat de overnamepoging succes heeft. Managers kunnen uiteraard prikkels hebben om zich weigerachtig op te stellen, aangezien ze nu eenmaal geen belang hebben bij een eventueel verlies van hun baan, ook al zouden de aandeelhouders kunnen profiteren van een succesvolle overname. Aan de andere kant kan oppositie van het management ertoe leiden dat de bieder met een hoger bod komt. Dit houdt in dat het effect van dit tegenspel op de financiële positie van de aandeelhouders per saldo een empirische kwestie is.

Blijkens een studie van Huang en Walkling is het niet alleen, of zelfs niet in de eerste plaats, de gehanteerde techniek die aanleiding geeft tot de bovenvermelde verschillen in te behalen koerswinsten⁹. Belangrijker is de betalingswijze, dat wil zeggen of het bod in contanten dan wel in eigen aandelen wordt uitgebracht. Zij hebben vastgesteld dat in het eerste geval aanzienlijk hogere abnormale resultaten worden geboekt dan in het tweede geval. Indien dit effect van de betalingswijze wordt geïsoleerd blijken er geen significante verschillen meer op te treden in te behalen koerswinsten bij tenderbiedingen ten opzichte van 'mergers'.

Tenderbiedingen

Tenderbiedingen kunnen worden onderverdeeld in een drietal typen, afhankelijk van het maximum aantal aandelen dat door de bieder zal worden geaccepteerd, mede in samenhang met de vraag welke plannen hij koestert ten aanzien van de niet geaccepteerde of niet aangeboden aandelen¹⁰. Deze typen zijn:

- een 'any-or-all' bod;
- een 'two-tier' bod; en
- een partieel bod.

Bij een 'any-or-all' bod wordt geen maximum aantal aandelen gespecificeerd en worden alle aangeboden aandelen geaccepteerd, indien althans aan de biedingsvoorwaarden is voldaan. Bij een 'two-tier' bod wordt het maximum aantal aandelen gespecificeerd dat zal worden geaccepteerd, alsook wordt aangegeven of de bieder de bedoeling heeft om daarna tevens de resterende aandelen te verwerven. Een partieel bod specificeert eveneens een maximum aantal aandelen, zonder dat wordt aangegeven of de bieder de resterende aandelen in de naaste toekomst wenst te verwerven. Veelal wordt een minimum gesteld aan het aantal aan te bieden aandelen wil het bod gestand worden gedaan, ten einde voldoende stemmen te verzamelen. Bij een 'two-tier' bod valt dit minimum aantal veelal samen met het gestelde maximum. Partiële biedingen kennen veelal geen voorwaarden.

Het uitbrengen van een tenderbod, met name een van het 'two-tier' type (bedoeld voor een twee-trapsovername),

8. Jensen en Ruback, op. cit., blz. 7 - 8.

9. Y.S. Huang en R.A. Walkling, Target abnormal returns associated with acquisition announcements, payment, acquisition form, and managerial resistance, *Journal of Financial Economics*, 1987, nr. 19, blz. 329 - 349.

10. Zie R. Comment en G.A. Jarrell, Two-tier and negotiated tender offers, the imprisonment of the free-riding shareholder, *Journal of Financial Economics*, 1987, nr. 19, blz. 283 - 310.

stelt de individuele aandeelhouder van de onderneming die doelwit is, voor het dilemma om al dan niet te tenderen. Geen van de aandeelhouders is individueel in de gelegenheid om over een minimaal aanvaardbare overnameprijs te onderhandelen. Daarom kan eenieder in beginsel volstaan met een bod dat lager is dan nodig zou zijn ingeval de aandeelhouders collectief zouden handelen, bij voorbeeld onder aanvoering van een grote aandeelhouder of via het uitoefenen van weerstand door het management. Alsdan kan de bieder tot een hoger bod worden aangespoord of kunnen andere mogelijke bidders inclusief het zittende management worden gemobiliseerd. Men kan dan collectief besluiten om al dan niet op het initiële tenderbod in te gaan.

Zoniet bij onafhankelijk van elkaar opererende individuele aandeelhouders die worden geconfronteerd met een 'two-tier' tenderbod. De bieder zal, wil het bod kans van slagen hebben, een prijs stellen die hoger ligt dan de actuele marktprijs én die hoger ligt dan de verwachte marktprijs na afloop van de tenderperiode. Daarom zal elke individuele aandeelhouder geneigd zijn om zijn aandelen aan te bieden op straffe van het toucheren van een lagere prijs in het tweede stuk van de overname. Aangezien alle aandeelhouders zo zullen handelen, slaagt de tender en beschikt de bieder (in het algemeen) over de meerderheid van de aandelen, waarna hij unilateraal het vervolgstuk van de overname kan afdwingen. In het jargon wordt dan gesproken over 'front-end loading' met het gevaar voor 'back-end losses'. Een dergelijke situatie doet zich uiteraard niet voor bij collectivisering van de besluitvorming aan de kant van de aandeelhouders of bij overnames die tot stand komen via een 'merger'.

Ter bescherming van de positie van de individuele aandeelhouder is een aantal maatregelen genomen van verschillende aard. In 1968 is door het Amerikaanse Congres de zogenaamde Williams Act aangenomen, die de bedoeling heeft om aandeelhouders ingeval van tenderbiedingen zoveel mogelijk te behoeden voor ongelijke behandeling. De wet legt de bieder bepaalde verplichtingen op ter zake van informatieverschaffing, in acht te nemen termijnen, en de toewijzing van de aangeboden aandelen. Daarnaast hebben tal van ondernemingen de laatste jaren zogenaamde 'fair price amendments' in hun statuten opgenomen, volgens welke wordt vereist dat voor elk aandeel bij een overname een zelfde prijs wordt betaald. Ten slotte zijn er nog de beruchte 'poison pills', die de aandeelhouders in bijzondere omstandigheden, zoals in confrontatie met een vijandig bod, bijzondere voordelen beogen te geven.

Uit onderzoek van Comment en Jarrell komt naar voren dat het gevaar van 'front-end loading' in de praktijk wel meevalt¹¹. Dit onderzoek betreft een steekproef van 210 'cash tender offers', die hun beslag kregen tussen 1981 en 1984. Zij treffen daarin aanmerkelijk minder 'two-tier' dan 'any-or-all' biedingen aan. Ook blijken de gemiddeld behaalde premies die aandeelhouders incasseren, niet wezenlijk te verschillen, namelijk 57% ingeval van 'any-or-all offers' en 56% ingeval van 'two-tier offers'. Bij partiële tenderbiedingen zijn de premies veel lager, namelijk 23%. Uit dit onderzoek komt dus geenszins naar voren dat de aandeelhouders gemiddeld gesproken, zouden worden benadeeld bij toepassing van een 'two-tier' bod. Daar komt bij dat in de helft van de gevallen reeds bij het uitbrengen van het bod sprake was van overeenstemming met het management, en in bijna alle gevallen voordat de tenderperiode afliep. Aangezien slechts 14 van de 210 ondernemingen 'fair price amendments' hadden en er in die tijd nog geen sprake was van 'poison pills', moeten deze bevindingen volgens Comment en Jarrell worden toegeschreven aan de onderhandelingsspanningen van het management, dat niet alleen tegenspel kan bieden, maar daarnaast aan een

bieder die de voorkeur geniet bepaalde faciliteiten kan verlenen, zoals zogenaamde 'lock-up options'¹².

Al met al blijkt het management van de over te nemen onderneming een belangrijke intermediaire rol te spelen. Het theoretische onderscheid tussen de 'merger', waarbij sprake is van overeenstemming tussen bieder en doelwit, en het tenderbod, waarbij een dergelijke overeenstemming niet zou bestaan, kent in de praktijk dus een vloeiende overgang. Slechts een minderheid van de tenderbiedingen draagt een vijandig karakter. In veel gevallen ontwikkelen initieel vijandige biedingen zich na verloop van tijd in vreedzaamheid, doordat alsnog overeenstemming met het management wordt bereikt, of doordat met een bieder-groot-aandeelhouder wordt overeengekomen dat het pakket aandelen, reeds in zijn bezit, tegen een aantrekkelijke prijs door het doelwit zal worden teruggekocht – veelal aangeduid met de term 'greenmail' – dan wel dat hij zich verder koest zal houden – veelal een 'standstill agreement' genoemd¹³.

Ook bij 'proxy contests', die van nature vijandig zijn, komt het vaak voor dat na verloop van tijd weer genormaliseerde verhoudingen intreden, veelal na het doen van enige concessies¹⁴.

Beschermingsmaatregelen

In de Verenigde Staten heeft het treffen van beschermingsmaatregelen de afgelopen tijd een grote vlucht genomen. Eind 1986 had ruim 40% van de Fortune 500 een of andere vorm van 'shark repellent' aangenomen. Onder invloed van het zich wijzigende overnameklimaat is met name de zogenaamde 'fair price amendment' populair geworden, zowel bij managers als bij aandeelhouders. Voordien – eind jaren zeventig, begin jaren tachtig – waren vooral twee andere maatregelen in zwang, te weten de 'supermajority amendment' en de 'classified board amendment'. De 'supermajority amendment' voorziet in een verhoging van het percentage van de stemmen dat nodig is om een 'merger' goed te keuren, variërend van 66 tot 90%. Ingevolge een 'classified board amendment' wordt de 'Board of Directors' in verscheidene groepen onderverdeeld, zodat steeds slechts een fractie van de leden hoeft te worden benoemd én kan worden ontslagen.

In de afgelopen jaren is een duidelijke verschuiving opgetreden van het entameren van de 'supermajority' en 'classified board amendments' – die veelal als een pakket werden aangenomen – in de richting van de 'fair price amendments'.

Ook op het terrein van deze beschermingsmaatregelen is enig empirisch onderzoek verricht. Jarrell en Poulson hebben de effecten bestudeerd van 649 'amendments' (1979 – 1985), waarvan 487 'fair price amendments', 104 'supermajority amendments' en 58 'classified board amendments'¹⁵. Daaruit komt naar voren dat de laatste

11. Idem, blz. 284.

12. Idem, blz. 285. Lock-up options verschaffen de bieder toegang tot de nog niet geplaatste aandelen van het doelwit.

13. Een 'standstill agreement' is een overeenkomst tussen een onderneming en een grootaandeelhouder waarin grenzen worden overeengekomen aan het maximale belang van laatstgenoemde. 'Standstill agreements' gaan vaak gepaard met 'greenmail' of ook wel de verwerving van een zetel in de 'Board of Directors'.

14. Vergelijk de poging tot vijandige overname van Mulder Boskoop door de gebroeders Van Mook, gevoegd bij hun bedoelingen om over te gaan tot ontslag van Mulders Raad van Commissarissen. Inmiddels zijn de kruiddampen opgetrokken, is Mulder nog zelfstandig, en hebben de Van Mooks een vertegenwoordiging als commissaris.

15. G.A. Jarrell en A.B. Poulson, Shark repellents and stock prices, the effects of antitakeover amendments since 1980, *Journal of Financial Economics*, 1987, nr. 19, blz. 127 – 168.

twee typen van beschermingsmaatregelen – de 'non-fair price amendments' – gemiddeld tot een koersdaling van 3% leiden, terwijl de 'fair price amendment' geen betekende invloed op de koers blijkt te hebben. Het negatieve effect van 'non-fair price amendments' is sterker naarmate meer aandelen in bezit zijn van insiders, en omgekeerd.

Uit een studie van Pound blijkt dat van de 'non-fair price amendments' een afschrikkend effect uitgaat op potentiële gegadigden¹⁶. Ondernemingen die over dergelijke beschermingsmaatregelen beschikken lopen een aanzienlijk lagere kans om doelwit te worden dan ondernemingen zonder 'non-fair price amendments'. En als de eerstgenoemde ondernemingen wel doelwit worden is er een twee maal zo grote kans dat het management weerstand uitoefent tegen de overname. Zoals gezegd is de belangstelling voor het aanvaarden van 'non-fair price amendments' de laatste jaren nogal teruggelopen, ten faveure van de minder 'schadelijk' geachte 'fair price amendment'.

Wanneer we deze in de Verenigde Staten toegepaste beschermingsmaatregelen vergelijken met veel voorkomende maatregelen in Nederland, zoals certificering, stemrechtbeperking, prioriteit, anti-overval prefs en dergelijke, dan valt een accentverschil op. Zijn de Amerikaanse maatregelen vooral gericht op bescherming van de belangen van de aandeelhouders ingeval van overname, de Nederlandse maatregelen zijn veeleer gericht op beperking van de bevoegdheden van de gewone aandeelhouders.

De gifpil

Behalve de genoemde beschermingsmaatregelen heeft zich sinds enige tijd een min of meer omstreden figuur aangediend in de vorm van de 'poison pill'. Gifpillen vertegenwoordigen bepaalde aan de aandeelhouders uitgegeven vermogenstitels of vermogensrechten die voor hen van voordeel zijn in conditionele situaties, zoals ingeval van een overnamebod. Dergelijke pillen maken een overname duurder en daardoor onaantrekkelijker. De figuur is vooral opgekomen na een uitspraak van het Hooggerechtshof van Delaware in november 1985, waarin ze de aangevochten gifpil van Household International overeind hield. Vóór dat moment waren er 37 ondernemingen die over een of andere vorm van de gifpil beschikten. Gedurende de zeven maanden die volgden op de uitspraak omgordden meer dan 150 ondernemingen zich met dit wapen.

Gifpillen komen tot stand buiten de goedkeuring van aandeelhouders om. De voorziening van Household International betreft een aan de aandeelhouders uitgegeven recht waaraan een uiterst restrictieve clause is verbonden. Deze clause houdt in dat het aandeelhouders niet is toegestaan om zonder goedkeuring van de 'Board of Directors' aandelen te verkopen in het kader van een transactie die zal leiden tot een 'merger' tegen een lagere dan vooraf gespecificeerde prijs. Aangezien die prijs overeenkwam met vier maal de marktwaarde kan de betreffende clause als extreem restrictief worden aangemerkt en bepaald niet in het belang van de aandeelhouders.

Inmiddels zijn overigens ook gevallen bekend waarbij gifpilplannen ongeldig zijn verklaard, zodat er per saldo nogal onzekerheid bestaat omtrent de legale status van dergelijke maatregelen. Voor zover gifpillen bedoeld zouden zijn om bescherming te bieden tegen 'front-end loading' kan men zich afvragen waarom men zich niet bedient van 'fair price amendments', aangezien deze expliciet afhankelijk worden gesteld van de goedkeuring door aandeelhouders. En voor zover gifpillen een ander doel beogen te dienen is het de vraag of aandeelhouders, zo zij hiertoe in de gelegenheid zouden zijn, daaraan hun goedkeuring zouden geven.

Wat is de premie waard?

De hoogte van de premie die bij een overname wordt geboden is afhankelijk van verschillende factoren. Voorop staat uiteraard het verwachte economisch potentieel van het doelwit in de nieuwe 'setting' door het benutten van schaalvoordelen en andere synergetische effecten. Daarnaast is van belang of er kapers op de kust zijn die men al dan niet wenst te overtroeven¹⁷. Soms wordt de omvang van de premie mede beïnvloed door de geproclameerde eisen van bepaalde aandeelhouders dat het bod omhoog moet¹⁸.

Hiervóór kwam naar voren dat de aandeelhouders van over te nemen ondernemingen substantiële koerswinsten plegen te behalen. Wat betreft de aandeelhouders van de overnemende partij zijn de koersresultaten in het algemeen bescheiden. Combineren we de resultaten van beide groepen aandeelhouders, dan kunnen we de conclusie trekken dat overnametransacties een substantiële verhoging van de marktwaarde teweegbrengen.

Een belangrijke vraag is natuurlijk of deze transacties ook een navenante verhoging van de efficiency bewerkstelligen, met andere woorden of er ook sprake is van een even grote toename van de onderliggende werkelijke economische waarde van het geheel. Hieromtrent bestaat enige twijfel. Diverse studies wijzen op een systematische reductie van de beurskoersen van bidders enkele jaren na een overname¹⁹. Deze bevindingen geven aanleiding tot de veronderstelling dat in de periode voorafgaande aan een overneming er sprake zou zijn van een overschatting van de te bereiken efficiencyvoordelen. De betaalde premies zijn dus tegen de achtergrond hiervan in het algemeen te hoog. Dit houdt in dat grosso modo mag worden gesteld dat de aandeelhouders van het doelwit goed af zijn, terwijl de aandeelhouders van de bieder slecht af zijn. Het argument dat overnemingen in het belang zijn van de aandeelhouders, is niet geheel onjuist, maar behoeft dus op zijn minst nadere specificering. Uit bovengenoemd Amerikaans onderzoek blijkt immers dat er ook aandeelhouders zijn die erop achteruit lijken te gaan.

Vaak wordt gesteld dat met name ondergewaardeerde ondernemingen zich kwalificeren als overnamekandidaat. Onderwaardering kan het gevolg zijn van de omstandigheid dat het economisch potentieel van de onderneming in kwestie in onvoldoende mate wordt benut of kan worden benut. Onderwaardering kan ook te wijten zijn aan het falen van de markt om de onderneming op zijn juiste waarde te schatten. Zo is het omgekeerd ook mogelijk dat de markt bepaalde ondernemingen abusievelijk overwaardeert. Deze aan marktfeilen te wijten waarderingsfouten kunnen sterke prikkels genereren bij diegenen die over superieure informatie (menen te) beschikken om bepaalde herschikkingen te bewerkstelligen via de 'market for corporate control'. Bij overnemingen die in dit kader tot stand komen is het dus denkbaar dat een premie wordt betaald zonder dat dienovereenkomstige efficiencyverbeteringen mogen worden verwacht. Het is dan ook de vraag of dergelijke manoeuvres uit maatschappelijk oogpunt goed verdedigbaar zijn.

16. J. Pound, The effects of antitakeover amendments on takeover activity: some direct evidence, *Journal of Law and Economics*, 1987, nr. 30, blz. 359.

17. Vergelijk de strijd om Conoco in 1981, die inzette met een bod van \$ 65 per aandeel, en waarbij het hoogste bod opliep tot \$ 120. Vermeldenswaard zijn ook de biedingsoorlogen aangaande vermaarde Franse drankenhuizen, en uiteraard de schermutselingen in onze vaderlandse uitgeverswereld.

18. Vergelijk het verhoor van het door VNU uitgebrachte bod op Audet met f 50 mln. op aandringen van de zogenaamde Hazewinkelgroep, eerder dit jaar.

19. Zie bij voorbeeld D.J. Ravenscraft en F.M. Scherer, Life after takeover, *The Journal of Industrial Economics*, 1987, nr. 36, blz. 147 – 156.

Daarom dient onderscheid te worden gemaakt tussen overnemingen welke zijn gericht op een betere benutting van het reële economisch potentieel aan de ene kant en overnemingen welke zijn gebaseerd op het elimineren van waarderingsfouten aan de andere kant. De moeilijkheid is uiteraard om dit onderscheid in concrete situaties te operationaliseren. Niettemin is het met name in de discussie over vijandige overnemingen en beschermingsconstructies een punt van belang, aangezien alleen het eerste type overnemingen de allocatie van schaarse middelen kan verbeteren en daarmee van maatschappelijk belang kan zijn. Dergelijke bewegingen dienen dan ook niet al te zeer te worden belemmerd. Anders ligt dat bij het tweede type overnemingen, die uit een oogpunt van maatschappelijke allocatieve efficiency geen nut afwerpen. Wel verbetert de efficiency van de vermogensmarkt, aangezien door het betalen van een premie de waarderingsfout (voor een deel) wordt opgeheven.

De vraag is echter of de marktefficiency ook niet op een andere, minder ingrijpende wijze, zou kunnen worden verbeterd. Deze vraag is hoogst actueel, gegeven de vaak gehoorde bewering als zouden de aandelen van Nederlandse ondernemingen categorisch worden ondergewaardeerd, in vergelijking met de aandelen van buitenlandse (bij voorbeeld Amerikaanse) ondernemingen. Tegenstanders van minder beschermingsmogelijkheden verbinden hieraan veelal hun vrees voor massale uitverkoop aan buitenlandse ondernemingen, en bepleiten het aanleggen van een degelijk cordon. Voorstanders daarentegen brengen de onderwaardering juist in verband met een teveel aan bescherming, en beplei-

ten vermindering daarvan, zodat de marktwaarde kan gaan stijgen en er bijgevolg minder aanleiding zal zijn voor overnamepogingen die zijn gestoeld op waarderingsfouten.

Besluit

Een goed functionerende 'market for corporate control' kan worden gezien als één van de disciplineringsmechanismen in de verhouding tussen management en aandeelhouders. Vanuit maatschappelijk oogpunt kunnen herschikkingen via de overnamemarkt bijdragen aan een optimale allocatie van produktiemiddelen en van het daarin belichaamde vermogen. Het is echter niet altijd eenvoudig om vast te stellen of er sprake is van een werkelijke economische waardevermeerdering dan wel van een exploitatie van in de vermogensmarkt gelegen waarderingsfouten. Daarom is het van belang dat overnametransacties met waarborgen zijn omgeven. Een ordelijk verloop veronderstelt onder meer dat partijen duidelijk zijn omtrent hun identiteit en hun bedoelingen, dat relevante informatie zoveel mogelijk wordt verstrekt, en dat aandeelhouders niet ongelijk worden behandeld. Bij de nadere regelgeving hieromtrent lijkt het dienstig zich rekenschap te geven van ervaringen en bevindingen in andere landen. Van de Verenigde Staten weten we het een en ander af, eigenlijk meer dan van de verschillende situaties binnen Europa. Zou dit verschil in 1992 zijn ingelopen?

P.W. Moerland

vervolg van blz. 847

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 vennootschaps geschiedenis, 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 clause, 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-discriminair uitgevoerd, aan het gevaar van onvoldoende mededinging tegemoet kunnen komen.

Conclusie

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 afscherming heeft derhalve gevolgen voor de efficiency, zij het op de lange termijn, en de economie 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. Gerritsen, 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 Nieuwerkerk 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.