



Verkeerd verbonden of in gesprek

Auteur(s):

Keuzenkamp, H.A.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4231, pagina 869, 26 november 1999

Rubriek:

Van de redactie

Trefwoord(en):

Op 14 november vloog Chris Gent, de baas van Vodafone AirTouch, met een zakenjet naar Düsseldorf. Daar had hij een lang gesprek met Klaus Esser, zijn collega bij Mannesmann. Gent wilde Esser warm maken voor een overname, waarmee het grootste bedrijf voor mobiele telefonie ter wereld zou ontstaan. Het overnamebod heeft een waarde van ongeveer f 270 miljard. Omdat het bod in aandelen (en niet in baar geld) luidt, is de waarde afhankelijk van de beurskoers van Vodafone. Een betere indicator is daarom het aandeel in Vodafone dat de aandeelhouders van Mannesmann wordt geboden, namelijk 47,2%.

De overname lijkt een gouden zet. Vodafone (grootaandeelhouder van Libertel) en Mannesmann vullen elkaar uitstekend aan. In Duitsland participeert Vodafone al met technische ondersteuning en een 35% belang in Mannesmann-dochter Mobilfunk, dat het mobiele D2-net beheert. In Italië en Frankrijk participeren de twee partijen in de belangrijkste private aanbieders van mobiele telefonie aldaar. Als Vodafone in staat is een geïntegreerd Europees netwerk voor mobiele telefonie te creëren dan ontstaan ongekende mogelijkheden voor kostenbesparing, het doorvoeren van nieuwe standaards en het richting geven aan innovaties.

Maar wat betreft Esser is Vodafone verkeerd verbonden. Niet omdat Esser de expansieve internationale strategie afkeurt - integendeel, nog maar kort geleden nam Mannesmann het Britse Orange over. Het belangrijkste bezwaar dat Esser tegen het bod van Vodafone noemt is, dat het riskant is voor de aandeelhouders van Mannesmann. Ten eerste omdat de beurswaarde van de combinatie minder stabiel zou zijn. Ten tweede omdat de mededingingsautoriteiten bezwaren kunnen maken. Ten derde omdat de strategieën uiteen lopen: Vodafone heeft niets met vaste telefonie en Mannesmann wel. Maar misschien vooral omdat de cultuur van het bedrijf in het geding is.

En zo is de overnamepoging tot een strijd tussen Rijnlands en Angelsaksisch ondernemen verheven en zal ze van grote invloed zijn op de 'corporate governance' in Europa. De opener van de *Financial Times* van 20 november rept over "the defining test for shareholder power in the European single market".

Wat is de zorg van de Rijnlanders? Volgens bondskanselier Schröder vernietigen vijandige overnames de Duitse bedrijfscultuur, die gebaseerd is op consensus. Deze consensuscultuur kent twee elementen. Ten eerste 'co-determinatie' in de 'Aufsichtsrat' (raad van commissarissen), die zorgt voor een gedeeld toezicht van werknemers en aandeelhouders op het ondernemingsbeleid. Hoe luid dit door sommigen ook wordt bekritiseerd, een verandering ervan is op afzienbare termijn niet aan de orde en Vodafone zal bij een Duitse dochter bereid moeten zijn om de werknemerscommissarissen te accepteren. Het lijkt er niet op dat de Britten daar problemen mee hebben.

Interessanter is het tweede element, namelijk langdurige onderlinge participaties van bedrijven, in het bijzonder van het bankwezen (dat vaak ook tot uiting komt in zetels in de Aufsichtsrat)¹. Dit element is interessanter dan de co-determinatie, omdat hier *wel* verandering denkbaar is, namelijk als de verwevenheid door een ander gedrag van de betrokken partijen op de kapitaalmarkt gaat ontbinden.

Het voordeel van de verwevenheid van banken met andere bedrijven is directe informatie. De banken, zo heet het, zijn daardoor goed in staat om kredietrisico in te schatten en passende kredietvoorwaarden te bieden. Hoe relatief dit voordeel is, bleek na de bekendmaking van projectontwikkelaar Holzmann dat het bedrijf vijf miljard gulden nodig heeft om te overleven. De ontsteltenis van commissaris Von Böhm-Bezing, afkomstig van huisbankier Deutsche Bank, was groot. Naarmate het kapitaal van ondernemingen meer menselijk en minder fysiek wordt, zal de risicobepaling moeilijker worden en wordt eigen vermogen belangrijker ten opzichte van vreemd vermogen. Dit pleit voor ontvlechting van bankwezen en de grote ondernemingen. Hierdoor wordt de aandelenmarkt meer liquide en kan deze zich beter ontwikkelen. De disciplinerende werking daarvan blijkt belangrijke voordelen te hebben voor een ontwikkelde economie². Werner Seifert (de voorzitter van de beurs van Frankfurt) stelt dat de stabiliteit, zekerheid, consensus en de lange-termijn gerichtheid die de Duitse economie in de jaren vijftig tot zeventig zoveel voorspoed bracht, vandaag de dag geen voordeel meer brengt³. Nu loont ongeduld en dynamiek.

Vodafone werkt in dit opzicht als katalysator. Daarbij hebben de Britten een toevallig voordeel, dat Mannesmann in de voor Duitsland uitzonderlijke situatie verkeert, dat er geen grote 'blokaandeelhouders' zijn. Wat dat betreft past de ondernemingscultuur van Mannesmann beter bij een Britse partner dan die van menig ander Duits bedrijf. Het ligt daarom voor de hand dat, als de Britten de juiste toon weten te vinden, het 'verkeerd verbonden' van Esser binnenkort toch zal veranderen in een 'in gesprek' tussen Londen en Düsseldorf

1 Zie E. Boehmer, *Who controls Germany? An exploratory analysis*, mimeo. Dit paper, alsmede dat van noot 2, werd gepresenteerd op de Tilburgse Conference on convergence and diversity in corporate governance regimes and capital markets, 4 -5 november 1999.

2 Zie M. Maher en T. Anderson, *Corporate governance: effects on firm performance and economic growth*, mimeo.

3 Zie W.G. Seifert, Vom Nutzen der Ungeduld, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18 oktober 1999, blz. 29.