



Wie wordt beter van overnemen?

Auteur(s):

Wubben, E.F.M.

Hoeven, P.C.T. van der

Wubben is werkzaam als universitair hoofddocent bij de leerstoelgroep Bedrijfskunde, Wageningen Universiteit. Van der Hoeven werkte lange tijd bij Hoogovens. Sinds 2000 is hij als (universitair) docent verbonden aan verschillende instellingen van vwo, hbo en wo. Met dank aan Lesley Mulder en Carla de Bruijn voor het veldonderzoek. Emiel.Wubben@wur.nl

Verschenen in:

ESB, 89e jaargang, nr. 4426, pagina 79, 20 februari 2004

Rubriek:**Trefwoord(en):**

corporate, governance

Als de gevolgen van een overname voor de positie van de bestuursvoorzitter in ogenschouw worden genomen, dan blijkt zijn belang vaak tegengesteld te zijn aan dat van zijn aandeelhouders.

In de overnameliteratuur is de relatie tussen overnamen en een veelheid van bedrijfskenmerken onderzocht. Hieruit komt een weinig positief beeld naar voren van de effecten van overnamen. De aandelenkoers van het bedrijf dat de overname pleegt blijft gemiddeld stabiel rondom de overnamedatum, daalt gemiddeld met zes procent in het eerste jaar na de aankondiging van de overname en staat gemiddeld zestien procent lager na drie jaar. Daar tegenover staat dat de aandeelhouders van de overgenomen bedrijven een overnamepremie uitbetaald krijgen van tussen de zestien en dertig procent. Hieruit blijkt dat doorgaans niet de kopende maar de uitgekochte aandeelhouders verdienen aan een overname¹.

Uit onderzoek van Gugler en anderen blijkt dat bij iets minder dan de helft van alle overnamen topmanagers andere dan aandeelhoudersbelangen in het vizier hebben². In hun onderzoek naar ruim 14.000 overnamen is gekeken naar de effecten van overnamen op de gecombineerde omzet- en winstcijfers ten opzichte van vergelijkbare bedrijven die geen overnames deden. In ruim de helft van de overnamen handelt het topmanagement in het belang van de aandeelhouders door de efficiëntie of de marktmacht te verhogen. Beide resulteren namelijk in een bovengemiddelde verhoging van de winstgevendheid. Daar staat tegenover dat drie op de tien overnamen een verlaging van zowel de winst als omzet veroorzaken. De onderzoekers concluderen dat de welvaart daalt in meer dan de helft van de overnamen en dat topmanagers in bijna de helft van alle overnamen andere doelstellingen dan winstmaximalisatie voorop stellen. De belangen van het besluitvormende topmanagement worden verder niet onderzocht. Daarmee wordt de vraag interessant welke belangen topmanagers zelf nastreven en hoe zij hun eigenbelang verwezenlijken via overnamen.

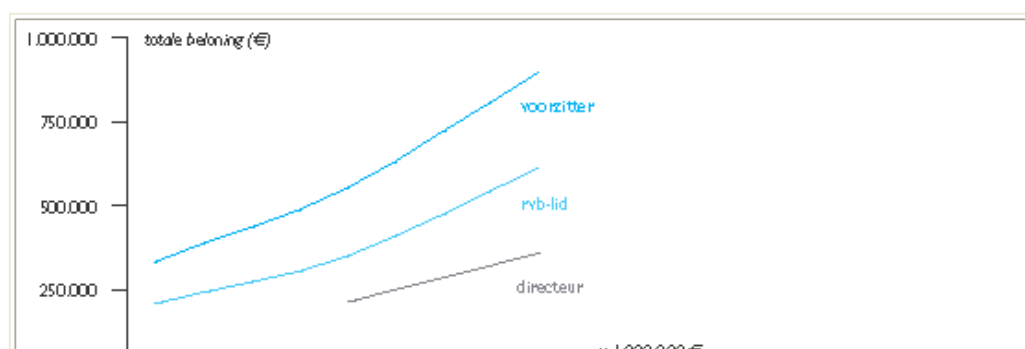
Eigenbelang

In studies zoals hierboven genoemd, wordt de onderneming gezien als een zelfstandige, besluitvormende eenheid. Waarschijnlijk is dat de reden dat het eigenbelang van de bestuursvoorzitter zelf zelden als expliciete verklaring voor overnamen is onderzocht. Het eigenbelang speelt wel een rol in de epidemiologische verklaring van overnamegolven, zoals Schenk onlangs nog bepleitte in zijn oratie³. Hij veronderstelt dat een bestuursvoorzitter overneemt om niet overgenomen te worden.

In dit onderzoek maken wij de relatie tussen eigenbelang van bestuursvoorzitters en overnamen expliciet door te kijken naar de mate waarin een bestuursvoorzitter zijn positie kan behouden of verbeteren met een overname.

Overnamen en beloningen

Elke overname leidt tot een initiële snelle toename van de omvang van een onderneming waardoor het salarisniveau van de bestuursvoorzitter meestijgt. In [figuur 1](#) is, *ceteris paribus*, de relatie tussen de actuele omzet en het salaris voor bestuursvoorzitters weergegeven.





Figuur 1. Verband tussen de beloning van directieleden van de onderneming en grootte van de omzeta

Uit de gegevens waarop de figuur is gebaseerd, blijkt dat elke verdubbeling van de omzet een € 100.000 hoger inkomen voor de bestuursvoorzitter oplevert. Een gewoon lid van de raad van bestuur zit grofweg € 200.000 onder het salaris van de bestuursvoorzitter. Wij veronderstellen dat inkomen en status belangrijke drijfveren zijn voor topmanagers en nemen aan dat status zich ongeveer overeenkomstig inkomen ontwikkelt, in tijd en als functie van bestuurspositie en ondernemingsomzet⁴. Uit deze gegevens kan afgeleid worden dat groei - ook door middel van overnames - met behoud van positie een vergroting van de omzet van de onderneming én het eigen inkomen oplevert. Voor bestuursvoorzitters is het echter vaak niet aantrekkelijk om na een overname gewoon bestuurslid te worden. Bij een grotere onderneming is dit nooit een lonkend perspectief. Demotie leidt misschien niet direct tot een lager inkomen, maar wel tot een lagere status. Bij een kleinere onderneming blijft het salaris van de vroegere bestuursvoorzitter alleen op peil als de grotere onderneming minimaal drie keer groter is dan de overgenomen, kleinere onderneming is. Maar ook dan is de status van de nieuwe gewone bestuursfunctie lager. We veronderstellen op basis van deze redenering dat de voorkeurslijst van een bestuursvoorzitter, als er sprake is van een mogelijke overname, er als volgt uitziet:

- » voorzitter worden van een grotere onderneming;
- » handhaven van de bestaande situatie, dus géén overname;
- » gewoon bestuurslid worden.

Initiatief

Het gevolg van deze prioritering is dat bestuursvoorzitters er belang bij hebben om te wedijveren voor de nieuwe functie van bestuursvoorzitter. De literatuur spreekt nauwelijks over het actief bevorderen van de kans op de voorzitterstoel na een overname. Het functioneren van het topmanagement, de raad van bestuur en de bestuursvoorzitter is sinds 1984 onderwerp van een toenemend aantal publicaties, maar telkens is het belang van de onderneming het uitgangspunt⁵. Ook als het gaat om topbeloningen wordt impliciet verondersteld dat deze het bedrijfsbelang dienen. Wij veronderstellen echter dat een bestuursvoorzitter uit eigenbelang handelt en vragen ons af of initiatief van de bestuursvoorzitter een significant positieve invloed heeft op het krijgen van dezelfde positie na de overname. Bij een bevestigend antwoord op deze vraag kan de veronderstelling dat bestuursvoorzitters overnemen (initiatief nemen) om er zelf niet slechter dan wel beter van kan worden vooralsnog gehandhaafd blijven.

Resultaten

De kansen voor bestuursvoorzitters ten aanzien van hun positie na een overname staan in [tabel 1](#). We identificeren een initiatief tot overname vanuit een onderneming met een bestuursvoorzitter die het initiatief neemt. In het onderzoek zijn geen overnamen meegenomen waar de initiatiefnemers onbekend zijn. Wel zijn de casussen meegenomen waarin geen van beide bestuursvoorzitters de bestuursvoorzitter van de nieuwe onderneming wordt. De aanduiding 'hij wordt voorzitter' staat voor de kans dat de bestuursvoorzitter ook in de nieuwe, grotere organisatie voorzitter van de raad van bestuur wordt.

Tabel 1. Kansen op bestuursvoorzitter voor alle bestuursvoorzitters en voor de 'sterkste' en 'zwakste' bestuursvoorzitter

	alle bestuursvoorzitters		'sterkste' bestuursvoorzitter		'zwakste' bestuursvoorzitter	
	nee	ja	nee	ja	nee	ja
initiatiefnemer?	nee	ja	nee	ja	nee	ja
hij wordt voorzitter	0,30	0,59***	0,48	0,90***	0,10	0,30*
hij wordt rvb-lida	0,68	0,86**	0,70	0,95**	0,67	0,78

*** significant op een 1 procentniveau; ** significant op een 5 procentniveau; * significant op een 10 procentniveau.

Telkens is onderzocht of de kans op een bepaalde uitkomst significant afhangt van de vraag of de betrokkene het initiatief tot een overname nam of niet. De resultaten zijn significant wanneer steeds het horizontale verschil in uitkomsten systematisch is. a. Lid raad van bestuur is inclusief de voorzitter.

Uit [tabel 1](#) blijkt dat de bestuursvoorzitter die het initiatief nam een kans van 59 procent had terug te keren als de nieuwe bestuursvoorzitter van de raad van bestuur. De bestuursvoorzitter die géén initiatief nam, heeft een kans van dertig procent om de nieuwe voorzitter te worden. In elf procent van de gevallen werd geen van beide oude voorzitters de nieuwe voorman. In maar liefst 32 procent van de gevallen keert de bestuursvoorzitter die niet het initiatief nam ook niet terug in de nieuwe raad van bestuur.

Op basis van [tabel 1](#) concluderen wij dat door initiatief te nemen de succesansen van een bestuursvoorzitter significant stijgen; dit betreft zowel de kans op lidmaatschap van de nieuwe raad van bestuur als de kans op het voorzitterschap van die raad.

Onderzoek

Voor dit artikel is empirisch onderzoek gedaan naar 45 - al dan niet grensoverschrijdende - overnames tussen 1990 en 2002 waarbij minimaal één Nederlands bedrijf betrokken was. De dataset betreft een dwarsdoorsnede van het Nederlandse bedrijfsleven: dat wil zeggen met 88 grote en kleinere ondernemingen uit uiteenlopende bedrijfstakken. Voorbeelden zijn:

Hoogovens-British Steel, Fortis-Ambanker, Draka-nkf, Golden Tulip-Krasnapolsky en nbm-bam. Het samengaan van twee bedrijven in het onderzoek werd steeds aangekondigd hetzij als een fusie, hetzij als een overname; in dat laatste geval gold als bijkomend criterium dat de overnemende partij qua omzet hoogstens vier maal zo groot was als de overgenomen partij. Publieke bronnen zijn geraadpleegd om aan te geven wie het initiatief nam tot de overname (onafhankelijke variabele) en om de samenstelling van raden van bestuur direct voor en na overname vast te stellen.

In dit onderzoek is de exacte Fisher-toets gebruikt. Deze verdelingsvrije toets is het meest onderscheidend voor onafhankelijkheid bij 2 x 2 tabellen. (De bekendere Chikwadraattoets is hiervan een benadering, met name voor grote tabellen en steekproeven). De nulhypothese is telkens, dat het nemen van initiatief geen (positieve) impact heeft op de kans op de positie van bestuursvoorzitter in de nieuwe onderneming.

De veronderstelling ligt voor de hand dat de voorzitter van de sterkste, veelal ook de grootste, onderneming betere papieren heeft voor een topfunctie in de combinatie. Daarom is het onderzoek uitgesplitst naar het perspectief van de sterkere en de zwakkere partij⁶. Hieruit blijkt dat de kans op het voorzitterschap voor een bestuursvoorzitter van de sterkste partij die het initiatief nam, veel groter is dan bij de totale dataset. Over het lidmaatschap van de nieuwe raad van bestuur hoeft deze 'sterkere' bestuursvoorzitter zich nauwelijks zorgen meer te maken.

De bestuursvoorzitter van de 'zwakste' onderneming heeft het moeilijker dan de 'sterkste' bestuursvoorzitter. Wel blijkt dat hij zijn kansen op het voorzitterschap kan verdrievoudigen, tot dertig procent, door het initiatief te nemen.

Belangentegenstelling

Gezien deze resultaten heeft de 'zwakste' bestuursvoorzitter nauwelijks motivatie om initiatief te nemen. Zelfs wanneer hij zijn positie versterkt door het initiatief te nemen, dan nog is de kans dat hij als voorzitter uit de overname te voorschijn komt minder dan een derde.

Voor de 'zwakste' bestuursvoorzitter is de kans groot na een overname als gewoon bestuurslid terug te keren, maar dan ontstaat druk op salaris en imago. Gegeven de lage kans op de voorzittersstoel na de overname en gegeven de prioritering van zijn eigenbelang is het aannemelijk dat hij de bestaande situatie in stand wil houden. Het nemen van initiatief maakt de kans op het bestuurslidmaatschap niet significant groter dan afwachten. Dit lijkt de principaalagent-tegenstelling te bevestigen dat de belangen van de bestuursvoorzitter en de belangen van de aandeelhouders van een zwakkere 'overnameprooi' doorgaans niet synchroon lopen. Zoals eerder aangegeven, blijkt uit de literatuur dat overgenomen worden vaak in het belang van aandeelhouders is. Dit onderzoek bevestigt dat het daarentegen niet in het belang van hun bestuursvoorzitter is, omdat deze een grote kans heeft om in inkomen en status er op achteruit te gaan.

Conclusie

Het nemen van initiatief tot een overname vergroot de kans van de bestuursvoorzitter op consolidatie van zijn positie aanzienlijk. Dit geldt voor beide voorzitters, maar voor de 'zwakste' bestuursvoorzitter blijft de kans in absoluut opzicht laag. Bovendien reduceert een bestuurder door een pro-actieve opstelling richting overnames de kans om als 'overnameprooi' betrokken te raken bij het overname-initiatief van een andere partij, waarbij de eigen positie in gevaar zou komen.

In de tweede plaats blijken de belangen van aandeelhouders en de bestuursvoorzitters veelal niet synchroon te lopen. Over het algemeen hebben aandeelhouders van een overnamekandidaat belang bij een overname door een andere partij, terwijl de bestuursvoorzitter van deze 'overnameprooi' zijn positie in gevaar ziet komen. Vanuit het perspectief van de 'sterkste' partij is deze conclusie omgekeerd: overnemen is voor de aandeelhouders van de overnemende partij meestal ongunstig, maar overnemen is wel gunstig voor de positie en salaris van hun bestuursvoorzitter.

Emiel Wubben en Pieter van der Hoeven

¹ Zie D.C. Mueller, *Profits in the long run*, Cambridge University Press, Cambridge, 1986; D.J. Ravenscraft en F.M. Scherer, *Mergers, sell-offs, and economic efficiency*, Washington, 1987; F.M. Scherer en D. Ross, *Industrial market structure and economic performance*, Houghton Mifflin, Boston, 1990; D.E. Waldman en E.J. Jensen, *Industrial organization*, Addison Wesley, Reading, 2001; D.R. King, D.R. Dalton, C.M. Daily en

² K. Gugler, D.C. Mueller, B. Burcin Yurtoglu en C. Zulehner, The effects of mergers; an international comparison, *International Journal of Industrial Organization*, jrg. 21, nr. 5, 2003, blz. 625-653.

³ H. Schenk, *Organisational economics in an age of restructuring*, Universiteit Utrecht, 21 oktober 2003; zie ook: H. Schenk (red.), *Herpositionering van Ondernemingen*, Preadviezen van de Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Utrecht, 2001.

⁴ In de principaal-agenttheorie wordt de veronderstelling dat managers zich laten leiden door overwegingen van inkomen en status aangeduid met de term 'empire building'; zie bijvoorbeeld S.A. Rhoades, *Power, empire building and mergers*, Lexington Books, Lanham, 1983.

⁵ D.C. Hambrick en P.A. Mason, Upper echelons, *Academy of management review*, jrg. 9, 1984, blz.193-206.

⁶ Sterker is in de meeste gevallen ook groter (zowel naar omzet als personeelsaantallen), behalve wanneer een zeer slecht draaiende onderneming wordt overgenomen door een goed draaiend kleiner bedrijf. In dat geval is de relatie omgedraaid.

