bevredigend opgeloste vraagstukken en op gebreken in de theorie. Vaak worden deze discussies stevig gestimuleerd door aanvallen van buiten het accountantsberoep.
De keerzijde hiervan is dat de aandacht wordt afgeleid van ontwikkelingen en problemen die niet zo in het brandpunt van de maatschappelijke belangstelling staan.

Zo heeft de officieuze controletheorie van het NIvRA nog altijd sterke wortels in de premisse van de 'perfecte interne controle' die in de jaren zeventig opgeld deed. De daaruit afgeleide stelling dat de interne controle het primaire object van accountantscontrole is, werd gecanoniseerd in de ANACONDA-cursus. De premisse geldt, naar mijn schatting, bij minstens 90% van de ondernemingen eigenlijk niet; hooguit tijdelijk en gedeeltelijk. Het is zelfs te hopen dat dit percentage niet drastisch daalt, want dat zou betekenen dat ons bedrijfsleven zou verstarren en niet meer op de wereldmarkt zou kunnen concurreren. Integendeel, de leer van de accountantscontrole moet zijn beginselen herzien: niet de bureaucratie maar de dynamiek dient het uitgangspunt te zijn.

Accountantskantoren blijken al jaren uitstekend te gedijen op chaos. Het is nu tijd om deze realiteit bewust te erkennen. Chaos is geen reden tot paniek!

De overnemingsmarkt: theorie, empirie en regelgeving

Prof. Dr. P. W. Moerland

1 Inleiding

'Op de markt is uw gulden een daalder waard'. Zo'n slagzin brengt althans de econoom in lichte verwarring. Temeer als hij bemerkt dat het hier niet om een holle frase schijnt te gaan, maar om een feitelijk economisch gegeven. Gedoeld wordt op de veelal forse premies die tot stand komen op de overnemingsmarkt, waar ondernemingen of delen ervan worden verhandeld tegen prijzen die wel in de orde van vijftig procent boven de vigerende beurskoers kunnen liggen.[1] Behalve relatief hoge prijzen kent deze markt de laatste jaren ook grote omzetten. Dit geldt met name de Verenigde Staten, waar in het afgelopen jaar fusies en overnemingen tot stand kwamen ter waarde van $ 282 miljard, een recordbedrag.[2] Het aantal fusies en overnemingen van Nederlandse bedrijven is in 1988 eveneens tot recordhoogte gestegen.[3] Ook in andere landen van Europa vinden historisch gezien opmerkelijk veel herschikkingen plaats in de eigendomsverhoudingen van ondernemingen. Hierbij is in toenemende mate sprake van grensoverschrijdende transacties, een ontwikkeling die zich door de globalisering en door de voortgaande Europese integratie alleen nog maar zal versterken.

Op 14 april 1989 aanvaardde de auteur het ambt van hoogleraar in de bedrijfseconomie, in het bijzonder de ondernemingsfinanciering aan de Katholieke Universiteit Brabant met het uitspreken van een op dit artikel gebaseerde rede.

De vierde fusiegolf

We beleven thans de vierde fusiegolf in een periode van honderd jaar.[4] Het is niet geheel duidelijk waardoor het golvende karakter voor wat betreft de drukte op de overnemingsmarkt wordt veroorzaakt. Men kan wijzen op de samenhang met strategische herschikkingsprocessen door ondernemingen, die daarmee inspelen op zich wijzigende concurrentieverhoudingen en op nieuwe technologische mogelijkheden in de produktie en in de distributie. Maar, zo kan men zich afvragen, waarom vinden deze strategische herschikkingsprocessen dan plaats volgens een golvend patroon? Vermoedelijk heeft dit te maken met een al dan niet toevallige samenklontering van verklarende factoren in een bepaald tijdsgewricht. Voor onze tijd valt dan te denken aan internationalisering, specialisatie en concentratie op kernactiviteiten, verkorting van levenscycli, optimalisatie van schaalgrootte, de aanwezigheid van liquiditeitssurplussen, en zo meer.[5] Maar wellicht is ook het algemeen economisch klimaat van invloed, in die zin dat latente behoeften om te initiëren en te expanderen zich eerst met enige dichtheid manifesteren als er voldoende vertrouwen is opgebouwd in een voorspoedige economische ontwikkeling. We geven nog meer ruimte aan psychologische drijfveren als we zouden wijzen op de betekenis van het tijdsbeeld van de vigerende normen en waarden, welke de laatste jaren een verschuiving in de richting van een hogere appreciatie van de marktfilosofie en het ondernemerschap – denk aan de talrijke buy outs – te zien heeft gegeven. Dat vormt een mentale stimulans voor het doorvoeren van allerlei nieuwe combinaties, hetgeen resulteert in een golfslag van scheppende vernietiging, om met Schumpeter te spreken.[6]

Hoe uitdagend dergelijke bespiegelingen ook mogen zijn, ik zou het golvende karakter van de transactie-intensiteit op de overnemingsmarkt als een gegeven willen aanvaarden. Wel zou ik in deze inleidende verkenningen nog willen wijzen op enkele bijzondere kenmerken van de huidige fusiegolf. Opvallend is de ongekend grote omvang van sommige overnemingstransacties en de wijze waarop deze, met name in de Verenigde Staten, plegen te worden gefinancierd. Als voorbeeld diene de grootste operatie tot nu toe, de overneming van R.J.R. Nabisco voor de som van $ 25 miljard, welke in overwegende mate met vreemd vermogen is gefinancierd. In veel gevallen gaat men nadien over tot opsplitsing van het geheel en tot afstoting van delen.[7]

Voorts is een zekere mate van spelverruwing waarneembaar, met name in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, maar geleidelijk aan ook op het Europese continent. Hospitaliteit maakt dan plaats voor hostiliteit, waarbij de onderhandelingstafel wordt ingeruild voor een schimmige arena, waarin partijen elkaar somtijds met slag- en steekwapens te lijf gaan dat het een lieve lust is. Deze praktijken hebben althans op zijn minst geleid tot een verlevendigende uitbreiding van onze vocabulaire: groene chantage, gifpillen, haaienafweermiddelen, en wat dies meer zij.[8]

Wetenschappelijke en maatschappelijke discussie

Wat hier ook van moge zijn, genoemde bijzondere kenmerken hebben mede een discussie op gang gebracht omtrent de wenselijkheid van fusies en overnemingen als zodanig, de in de markt gehanteerde methoden en technieken, en de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies. De gedachtenwisselingen over deze onderwerpen laten de gemoederen niet altijd onberoerd, waardoor deze oefeningen allicht kunnen uitmonden in een bepaalde stellingname voor of tegen. Sommigen benadrukken de vermeende heilzame werking van de overnemingsmarkt voor de allocatie van middelen, de welvaart van de aandeelhouders en van de maatschappij als geheel.[9] Dit doel heiligt de te hanteren middelen, en de toepassing hiervan behoort niet al te zeer te worden belet, bijvoorbeeld door (te veel) beschermingsconstructies. Anderen daarentegen beklemtonen de schade die ongewilde overnemingen en de animositeit daaromheen kunnen berokkenen aan de positie, de produktiviteit en het moreel van directie en personeel, aan de continuïteit van de onderneming en aan het te voeren beleid op langere termijn.[10] Veelal wordt ook gewezen op de gevaren van 'corporate raiding' en 'asset strip-

ping', waarbij ondernemingen plegen te worden opgekocht met de bedoeling om ze vervolgens te ontmantelen en leeg te plunderen. Hiertegen acht men een afdoende bescherming op zijn plaats, een stellingname, waaraan soms nog kracht wordt bijgezet door, als blijk van een onvervalst patriottisme, te zinspelen op een anders te verwachten uitverkoop van nationale vlaggeschepen.[11]
Voor de goede orde is het wellicht dienstig om op te merken dat veruit de meeste fusies en overnemingen minnelijk tot stand komen.[12] Dit wil niet zeggen dat deze transacties uit hoofde van vriendschap plaatsvinden, maar wel in redelijk overleg op basis van een gemeenschappelijk gevoelde behoefte of noodzaak. Van het bestaan van de overnemingsmarkt als zodanig zal immers al een conditionerende invloed uitgaan op het handelen van partijen.

De grote activiteit op de overnemingsmarkt heeft tal van nieuwe impulsen opgeleverd voor wetenschap, praktijk en regelgeving voor wat betreft het denken over, handelen in, en reguleren van deze markt. Aan enkele van de hieruit voortspruitende inzichten zou ik in het vervolg van deze bijdrage bijzondere aandacht willen besteden.
Eerst volgt een verkenning van de juridische, economische en institutionele aspecten van het verschijnsel overnemingsmarkt. Daarna wordt ingegaan op vraagstukken die samenhangen met de in deze markt tot stand komende premiestelling, mede tegen de achtergrond van de obligate efficiënte markt-hypothese en van effecten op de welvaartsverdeling. Na een korte verhandeling over de drijvingen en gedragingen van marktpartijen volgt een meer uitgebreide analyse van de methode van het openbaar bod. Tenslotte wordt aandacht besteed aan diverse aspecten van regelgeving, mede in Europees verband.

2 De overnemingsmarkt

Hiervoor omschreef ik de overnemingsmarkt als een markt waarop ondernemingen of delen ervan worden verhandeld. Deze omschrijving is weliswaar niet onjuist, maar wellicht te simplistisch, omdat de schijn wordt gewekt dat het concept van de onderneming zich zou laten vereenvoudigen tot reguliere handelswaar. Het lijkt daarom dienstig om nu eerst nader in te gaan op de betekenis van de begrippen markt en onderneming in het onderhavige verband.[13]

Eigendomsrechten
De functie van een markt is gelegen in het bijeenbrengen van vragers en aanbieders voor het ruilen van eigendomsrechten. Transacties op de overnemingsmarkt betreffen dan meer in het bijzonder de verwisseling van het eigendomsrecht inzake een onderneming, of meer specifiek, van een vennootschap. Kunnen de aandeelhouders als de eigenaren worden aangemerkt, of moet de vennootschap eerder als haar eigen eigenaar worden gezien?
Juridisch is de onderneming, als complex van produktiemiddelen, eigendom van de rechtspersoon. De aandeelhouders hebben daarin aandelen, welke een lidmaatschapsrecht en een vermogensrecht vertonen.[14] Men zou hooguit kunnen stellen dat de aandeelhouder in economisch opzicht eigenaar is, zij het dat zijn eigenlijke beschikkingsmacht in veel gevallen door allerlei statutaire clausules en buitenstatutaire constructies is uitgehold. Dat geldt eens te meer bij grote vennootschappen welke vallen onder het structuurregime.[15] Dit voorziet in een juridisch kader, dat aanstuurt op een feitelijke machtsuitoefening door het bestuur en een ultimatieve toetsing door de Raad van Commissarissen. Deze raad is bevoegd om directeuren te benoemen en te ontslaan, en voorziet in haar eigen bezetting volgens coöptatie.
Aandeelhouders, bestuur 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. Dit geldt voor de meeste particulieren en ook voor institutionele beleggers,

die, als ze ontevreden zijn met de financiële resultaten, afscheid kunnen nemen van het desbetreffende fonds.
Alhoewel het aandeel verwisselt van eigenaar, doet dit voor de vennootschap niet terzake. Deze laatste komt eerst in beeld als met de verwerving van aandelen tevens de verwerving van feitelijke beschikkingsmacht wordt nagestreefd. Hiertoe is in het algemeen de eigendom van een kritische proportie van de uitstaande aandelen noodzakelijk, zij het niet altijd voldoende. Dit laatste kan worden veroorzaakt door allerlei formele beletselen, waarvan er een aantal te boek staan als beschermingsconstructies.[16] Het zal weinigen zijn ontgaan hoezeer deze materie de gemoederen de afgelopen tijd in ons land in beroering vermocht te brengen. Tot verbazing wellicht van de neo-klassieke econoom, die al deze beletselen zal afdoen als schadelijke marktimperfecties, die de maatschappij onnodig afhouden van een Pareto-optimale allocatie van produktiemiddelen.[17] In zijn visie moet het management ertoe worden gebracht om te handelen in het belang van de aandeelhouders, hetgeen zal leiden tot een maximale waarde van het aandelenbezit en daarmee tot een zo hoog mogelijke maatschappelijke welvaart. Dit is voor het management geen vanzelfsprekende zaak, aangezien haar belang en dat van de aandeelhouders niet noodzakelijkerwijs gelijkgericht zijn, een bekend 'agency'-probleem.[18] Managers zouden tot op zekere hoogte hun eigen belangen kunnen doen prevaleren en daardoor mogelijkerwijze wijken van het notoire pad dat omhoog leidt naar het waardemaximum van het vermogen.

Neo-klassieke disciplinering als drietrapsraket
Nu zijn er in de neo-klassieke optiek evenwel verschillende disciplineringsmechanismen die kunnen bewerkstelligen dat het management niet ongebreideld en straffeloos bezijden de belangen van de aandeelhouders kan handelen.

Ten eerste is er het externe disciplineringsmechanisme van de voor de onderneming relevante inkoop- en afzetmarkten, welke het management kunnen aansporen tot waardemaximaliserend handelen. Deze aansporing kan evenwel tekortschieten ingeval op die markten onvoldoende concurrentie heerst.[19]

Ten tweede kan er een disciplinerende werking uitgaan van de interne en de externe arbeidsmarkt voor managers.[20] Op die markten komt immers hun eigen marktwaarde tot stand, welke een functie zal zijn van de mate waarin de ondernemingsdoelstelling wordt bereikt. De werking van deze markten is echter veelal onvolkomen vanwege moeilijk overbrugbare informatieverschillen in combinatie met 'moral hazard'. Het management is, zo wordt verondersteld, geneigd om haar informatievoorsprong zodanig te benutten dat gunstige resultaten op haar conto zullen worden bijgeschreven en ongunstige op dat van anderen. Het is duidelijk dat allerlei vormen van berichtgeving en controle deze metings- en beoordelingsproblematiek aanzienlijk kunnen verlichten.

Ten derde is er dan het disciplineringsmechanisme van de overnemingsmarkt, als neo-klassiek sluitstuk om aberrant gedrag van het management te corrigeren dan wel uit te bannen. Jensen en Ruback beschouwen de overnemingsmarkt als een component van de arbeidsmarkt voor managers.[21] Ze definiëren de 'market for corporate control' als 'a market in which alternative managerial teams compete for the rights to manage corporate resources'. In hun visie zijn het niet zozeer de aandeelhouders, maar concurrerende management-teams die als de primaire actoren op de overnemingsmarkt moeten worden gezien. Als zo'n concurrerend team om welke reden dan ook meer waarde uit een onderneming denkt te kunnen halen dan het zittende management ligt een overnemingstransactie in de rede. Aldus zouden immers niet alleen de belangen van de aandeelhouders worden gediend, maar vindt ook een zodanige reallocatie van schaarse middelen plaats als maatschappelijk gezien het meest wenselijk is.

Alhoewel deze set van complementaire disciplineringsmechanismen , die verankerd liggen in de veronderstelde tucht van het marktprincipe, stellig van grote betekenis is voor de verklaring van

het ondernemingsgedrag, is een nadere kritische beschouwing op onderdelen geboden. Daartoe zou ik allereerst willen ingaan op het gehanteerde concept van de onderneming. Daarna volgt een analyse van de prijsvorming en premiestelling op de markt. Tenslotte wordt een schets gegeven van mogelijke motieven en achtergronden van partijen die zich op de overnemingsmarkt begeven.

Uiteenlopende ondernemingsconcepten

De bakermat van bovengenoemde theorievorming omtrent de veronderstelde disciplinerende werking van de overnemingsmarkt ligt in de Angelsaksische landen, waar de 'corporate enterprise' strikt genomen wordt opgevat als een verlengstuk van de aandeelhouders. De door de aandeelhouders benoemde leden van de 'Board of Directors' zien er op toe dat het management zich in de uitoefening van haar taak laat leiden door de ultieme maatstaf van de vermogenswaarde.

Daar staat tegenover een meer institutionele opvatting van de vennootschap in verschillende landen van continentaal Europa, waaronder 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, de leveranciers, afnemers, enzovoort. Voor grote vennootschappen ligt dit institutionele beeld expliciet verankerd in het eerder genoemde structuurregime, hetwelk stoelt op het uitgangspunt dat directie en commissarissen geacht worden te 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 henzelf. Dit houdt in dat door de Nederlandse wetgeving geen primaat wordt gegeven aan de behartiging van de belangen der aandeelhouders. Ook in de opvatting van sommige ondernemingsbestuurders komt hen dat niet toe, integendeel. Illustratief zijn in dit verband enkele uitspraken die zijn gedaan door de directievoorzitter van Nutricia, Van der Hagen, in Het Financieele Dagblad van 10 mei 1988. Ik citeer: 'Ik denk dat wij als management weten wat dit bedrijf over vijf jaar waard is. Als men die prijs wil bieden, dan willen wij luisteren. De directie is ook de instantie die de belangen van de verschillende bij het bedrijf betrokken groepen op een evenwichtige manier tegen elkaar kan afwegen. Daarbij is in de eerste plaats rekening te houden met de afzetmarkt, dan met het personeel en dan met de aandeelhouder. Naar alle waarschijnlijkheid zou een Japanse ondernemer het allereerst aan zijn werknemers denken, als men hem zou vragen een prioriteitsvolgorde aan te geven, daarna aan zijn afnemers en tenslotte de aandeelhouders.[22] Uiteraard moet men zich hoeden voor een al te strikte interpretatie van dergelijke rangordeningen, waarvan de verdienste vooral daarin is gelegen dat aandacht wordt gevraagd voor het feit dat niet overal ter wereld identieke opvattingen bestaan over het concept en de doelstellingen van de onderneming. De aan deze verschillen ten grondslag liggende culturele en institutionele factoren werken door in de wijze van functioneren van overnemingsmarkten in diverse delen van de wereld. Door de voortgaande internationalisering van deze markten zullen deze verschillen steeds vaker manifest worden, hetgeen onvermijdelijk een proces van wrijving en wederzijdse beïnvloeding in werking zal stellen.[23] Dat geldt zowel op het intercontinentale vlak – vergelijk het overwaaien uit Amerika van verschijnselen als vijandige openbare biedingen, publieke oproepen om volmachten, vergiftigingsrecepten – als op het intracontinentale vlak – vergelijk de roep om harmonisatie van richtlijnen ter zake van fusies en overnemingen binnen de Europese Gemeenschap. Hierbij gaat de belangstelling niet alleen uit naar het vraagstuk van de beschermingsconstructies, maar evenzeer naar de mededingingsproblematiek.

3 De overnemingspremie

Hierboven zagen we dat in de gangbare financieel-economische literatuur veel belang wordt gehecht aan de veronderstelde disciplinerende werking van het marktmechanisme in het algemeen en die van de overnemingsmarkt in het bij-

zonder. Zoals in elke markt speelt ook hier de prijsvorming een wezenlijke rol.
Geconstateerd kan worden dat in het algemeen zeer aanzienlijke overnemingspremies worden geboden boven de vigerende marktprijs van een begeerd doelwit. Deze belopen veelal tientallen procenten, in sommige gevallen zelfs vijftig procent of nog meer.
Het verschijnsel overnemingspremie roept een groot aantal vragen op. Om er een paar te noemen: welke is de economische rechtvaardiging voor de premie, waardoor wordt de hoogte bepaald, te wiens bate en te wiens laste komt de premie?

Economische ratio van de premie
De economische rechtvaardiging van een overneming is gelegen in een betere benutting van schaarse produktiemiddelen, bijvoorbeeld door het bewerkstelligen van schaalvoordelen en andere synergetische effecten, zoals verbetering van het risicoprofiel van de overnemer. Bij de bieder leeft de verwachting dat het economisch potentieel van het doelwit na overneming tot een hoger niveau van valorisatie zal kunnen worden gebracht. De hiermee beoogde creatie van additionele economische waarde zal in het algemeen niet eenvoudig aan de veroorzakers ervan zijn toe te rekenen. Dat geldt te meer bij wisseling van directie en verandering van strategisch beleid, waarvan niet zelden sprake zal zijn. De verdeling van het verwachte waarde-accres komt in de praktijk tot stand via onderhandeling dan wel via de marktwerking. Daarbij is van belang hoeveel gegadigden er zijn voor een bepaald doelwit alsook hoeveel min of meer uitwisselbare doelwitten er zijn per gegadigde. Zijn er meerdere kapers op de kust dan vindt nogal eens prijsopdrijving plaats door elkaar steeds weer overtroevende bieders, zoals we hebben kunnen zien bij de overneming van Conoco in 1981, de jacht op vermaarde drankenhuizen in het vorige jaar en de grootste overneming tot nu toe, van R. J. R. Nabisco enige maanden geleden.[24] Soms wordt de hoogte van de premies mede beïnvloed door de geproclameerde eisen van bepaalde aandeelhouders dat het bod omhoog moet. Vergelijk het verhogen van het door VNU op Audet uitgebrachte bod op aandringen van de zogenaamde Hazewinkelgroep, begin vorig jaar.[25]

Uit empirisch onderzoek naar openbare biedingen komt naar voren dat de voordelen van overnemingen via de premiestelling voornamelijk of uitsluitend terechtkomen bij de aandeelhouders van het doelwit. Uit tal van zogenaamde 'event studies' – waarbij het effect van de aankondiging van een bod op de aandelenkoersen van gegadigde en doelwit wordt nagegaan – blijkt dat de aandeelhouders van de overnemende partij er veelal niet op vooruitgaan. Sterker, zij blijken er, over een langere periode bezien, slechter van te worden. Jensen en Ruback achten deze uitkomsten 'unsettling because they are inconsistent with market efficiency and suggest that changes in stock price during takeovers overestimate the future efficiency gains from merger'.[26]

Is de vermogensmarkt efficiënt?
In de financieringstheorie is het niet ongebruikelijk om te veronderstellen dat de beurskoers steeds een juiste afspiegeling vormt van de onderliggende economische waarde. Volgens de efficiënte markt-hypothese functioneert de vermogensmarkt zodanig dat alle vrijkomende informatie onmiddellijk en volledig in de koersvorming tot uitdrukking wordt gebracht. Sommigen hechten zoveel geloof aan deze hypothese dat ze er een bijna axiomatische waarde aan toekennen.[27]

Vormt de beurswaarde echter wel steeds een juiste afspiegeling van de onderliggende werkelijke economische waarde van een onderneming? [28] Komt de premie bij overnemingen steeds overeen met het te verwachten waarde-accres?
Deze vragen zijn bijzonder moeilijk te beantwoorden, aangezien de fundamentele onderliggende waarde van een onderneming niet observeerbaar is, zo min als een verandering daarin. De relatie tussen beurswaarde en economische waarde is omgeven met ruis, of om met Black te spreken: 'All estimates of values are noisy, so we can never know how far away price is from value'.[29] Deze uitspraak laat hij volgen door een relativering van de efficiënte markt-hypothese: '....we might

define an efficient market as one in which price is within a factor of 2 of value, i.e., the price is more than half of value and less than twice of value', waarna hij zich haast om te stellen dat die factor twee uiteraard berust op een arbitraire keuze.[30]
Aangezien informatie met ruis is omgeven kunnen prijs en waarde voor kortere of langere tijd onderling divergeren. In deze zin is er vrijwel steeds sprake van overwaardering casu quo onderwaardering. Diegenen, die over informatie (menen te) beschikken, welke superieur is aan de gebruikte informatie in de vermogensmarkt, zouden deze waardeverschillen kunnen exploiteren. Dergelijke inbreuken op de zogenaamde stringente variant van de efficiënte markt-hypothese zullen juist in de overnemingsmarkt aan de orde kunnen zijn. Te denken valt aan gegadigden, die goed zijn ingevoerd in de bedrijfstak van het doelwit of uiteraard het zittende management zelf. In dit verband moge worden gewezen op de vele buy outs, waarvan zeker moet worden aangenomen dat andere dan publiekelijk beschikbare informatie een rol zal plegen te spelen in het overnemingsproces.[31]

Vaak wordt gesteld dat met name ondergewaardeerde ondernemingen zich kwalificeren als doelwit.[32] Omgekeerd is voor overgewaardeerde ondernemingen eerder een rol weggelegd als aspirant-overnemer. Dergelijke waardedeviaties kunnen op zich sterke prikkels genereren bij diegenen die over superieure informatie (menen te) beschikken om bepaalde herschikkingen te entameren. Bij overnemingen die uitsluitend op deze grondslag tot stand komen is het dus denkbaar dat een premie wordt betaald zonder dat er sprake is van het scheppen van economische waarde. In feite worden alleen vermeende waardedeviaties verkleind of weggenomen. Er vindt slechts een herverdeling plaats van reeds bestaande economische waarde. Het is de vraag of dergelijke manoeuvres uit maatschappelijk oogpunt goed verdedigbaar zijn.

Onderwaardering versus lage waardering
Het begrip onderwaardering dient niet te worden verward met het verschijnsel van een lage waardering. Onderwaardering is te wijten aan het falen van de vermogensmarkt om de onderneming op zijn juiste waarde te schatten. Een lage waardering kan het gevolg zijn van de omstandigheid dat het economisch potentieel van de onderneming in onvoldoende mate wordt benut, bijvoorbeeld vanwege een te kort schietend management. In beide situaties doet zich een discrepantie voor tussen de beurswaarde en de economische waarde. In het geval van onderwaardering is deze te wijten aan een falende markt, in het geval van een lage maar juiste waardering aan falend management.[33] Daarom dient eigenlijk 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 onderwaardering 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 het oogpunt van maatschappelijke allocatieve efficiency geen nut lijken af te werpen.

Herverdeling van welvaart
Verscheidene empirische onderzoekingen wijzen erop dat bij de meeste overnemingen er een overheveling van welvaart plaatsvindt van de aandeelhouders van de overnemende partij naar de aandeelhouders van de overgenomen partij.[34] De laatste categorie toucheert veelal riante premies, met name bij transacties in contanten.[35] Voor wat betreft de eerste categorie is het beeld minder scherp, doch overwegend negatief. Wil dit nu zeggen dat in het algemeen een te hoge premie wordt geboden?
De indruk bestaat dat dit inderdaad het geval is.[36] Dit kan ofwel worden verklaard uit schattingsfouten van het management ofwel uit het doen prevaleren van andere desiderata dan het belang van de eigen aandeelhouders.[37]

In de zomer van 1981 speelde zich in de Verenigde Staten het gevecht af van de tot dan toe grootste overneming aller tijden rondom de oliemaatschappij Conoco.[38] Dome Petroleum en Seagram waren al enige tijd in de race, voordat Du Pont zich op 6 juli met de aankondiging van een bod als witte ridder presenteerde. De beurs reageerde scherp. De koers van Du Pont daalde met ruim 8 procent, terwijl de koers van Conoco tegelijkertijd steeg met bijna 12 procent. De aandeelhouders van Du Pont zagen de waarde van hun bezit op één dag met $ 642 miljoen teruglopen. Een duidelijk signaal zou men zeggen. De aandeelhouders van Du Pont maakten op die wijze duidelijk, dat zij vonden dat het management zich aan het vergissen was. Wie echter zou verwachten dat Du Pont zich daarop uit de strijd terugtrok, heeft het mis. Eerst kwam Seagram met een hoger bod, en Du Pont ging er overheen. Daarna verscheen Mobil Oil ten tonele, en Du Pont ging er opnieuw overheen. Uiteindelijk kwam dit bedrijf als overwinnaar uit de strijd, uiteraard tegen een nog hogere prijs dan waarop in eerdere instantie de aandeelhouders negatief hadden gereageerd. Soms bestaat zozeer de wens om een bepaald doelwit te verwerven, dat de premiestelling eerder hiervan een functie is dan de behartiging van het belang van de eigen aandeelhouders.

Donaldson meent uit een gedetailleerd onderzoek bij 12 grote Fortune 500 ondernemingen te moeten concluderen dat het management niet wordt gedreven door het streven naar een zo hoog mogelijke waarde voor de aandeelhouders, maar een zo hoog mogelijke 'corporate wealth', hetwelk hij definieert als 'the aggregate purchasing power available to management for strategic purposes during any given planning period... this wealth consists of the stocks and flows of cash and cash equivalents (primarily credit) that management can use at its discretion to implement decisions involving the control of goods and services'.[39] De beschikbaarheid van middelen zou op zichzelf al een reden kunnen zijn om op overnemingspad te gaan.[40] Denk aan ondernemingen in een teruggaande bedrijfstak, die de rijke stroom van middelen uit hun schielijk opdrogende kaskoeien aanwenden voor overnemingen in een groeiende bedrijfstak, ook al begeven zij zich daarmee in een branche die hen vreemd is en ook al zouden de belangen van de aandeelhouders eerder zijn gediend met uitkering dan met herinvestering. Indien aldus zou worden verhinderd, dat royaal beschikbare maar in economische zin niettemin schaarse middelen worden gealloceerd in de richting waar ze het meest opbrengen, levert dat schade op voor de aandeelhouders en voor de maatschappij als geheel. Deze situatie is in feite het spiegelbeeld van een welvaartsverhogende overneming die geen doorgang kan vinden vanwege een weigerachtige opstelling van een doelwit. Van aandeelhouders die hiertegen in verzet komen zou men mutatis mutandis mogen verwachten dat ze zich sterk maken voor uitkering van overtollige, te laag renderende middelen. Dit laatste komt merkwaardigerwijze minder voor dan het eerste.[41]

Porter stelt in zijn studie omtrent Amerikaanse ondernemingen die in de vorige fusiegolf veel op diversificatie gerichte overnemingen hebben gepleegd: 'the corporate strategies of most companies have dissipated instead of created shareholder value'.[42] Uiteraard betreft het hier een ex post constatering met alle betrekkelijkheid van dien. Of een soortgelijke harde conclusie te zijner tijd, in retrospect, ook ten aanzien van de huidige golf van overnemingen zal dienen te worden getrokken, valt nog te bezien.

Het is overigens niet juist om het vraagstuk van de herverdeling van de welvaart bij overnemingen uitsluitend te beperken tot de aandeelhouders aan deze en gene zijde van de transactie. In principe regardeert dit vraagstuk alle betrokkenen.[43] Het is immers denkbaar dat een deel van de overnemingspremie wordt afgewenteld op de afnemers via verhoging van de afzetprijs, mogelijk geworden door versterking van de marktpositie.[44] Idem dito ten aanzien van de leveranciers. Shleifer en Summers laten zien dat de premie die de roemruchte 'raider' Carl Icahn voor de overneming van TWA aan haar aandeelhouders heeft betaald voor ongeveer de helft is verhaald door nadien te korten op de salarissen van piloten, boord- en machinepersoneel.[45]

En dan is er nog de onderlinge verhouding tussen de aandeelhouders en de obligatiehouders. Door een overneming kan de bestaande verdeling van het ondernemingsrisico over deze beide categorieën vermogensverschaffers zich wijzigen. Indien dit geschiedt ten nadele van de verschaffers van vreemd vermogen vermindert dientengevolge de waarde van hun bezit.[46]

Doelwit en gegadigde

Een interessante vraag is nu welke ondernemingen zich aandienen als gegadigde en welke ondernemingen fungeren als doelwit. Hier spelen uiteraard tal van factoren een rol. Soms is één en dezelfde onderneming zelfs tegelijkertijd doelwit én gegadigde, zoals onlangs GEC in Engeland.[47] Uit empirisch onderzoek blijkt dat veel acquiranten het uitzonderlijk goed doen voordat ze tot overneming overgaan.[48] Ze beschikken over een goede koersvorming en over (de toegang tot) voldoende middelen, hetgeen verdere externe groei mogelijk maakt.

Ondernemingen daarentegen, die als doelwit optreden laten in het algemeen minder dan gemiddelde resultaten zien, bijvoorbeeld in termen van winstgevendheid binnen hun bedrijfstak of in termen van de waarde van Tobin's q.[49]
Het betreft veelal ondernemingen die wat ouder zijn en die hebben nagelaten om noodzakelijke aanpassingen door te voeren. Uit onderzoek van Palepu komt naar voren, dat ondernemingen met een 'mismatch' tussen groei en middelen een relatief grote kans lopen om te worden overgenomen.[50] Het betreft enerzijds ondernemingen met een hoge groei, geringe liquiditeit en een hoge schuldverhouding, anderzijds ondernemingen met een lage groei, hoge liquiditeit en een lage schuldverhouding. Het ligt in de rede, dat deze beide categorieën van doelwitten geheel verschillende gegadigden op de been zullen brengen. De beoordeling van de argumenten voor en determinanten van overnemingen is overigens in het algemeen geen eenvoudige opgave. Tal van factoren spelen een rol en iedere situatie is uniek. In een diepte-studie naar de eerder genoemde overneming van Conoco door Du Pont, waarbij de aandeelhouders van Conoco $ 3,2 miljard rijker werden en de aandeelhouders van Du Pont $ 0,8 miljard armer, heeft Ruback vrijwel tevergeefs gezocht naar de bronnen, waaruit de achter het netto waarde-accres van $ 2,4 miljard vermoede economische voordelen zouden kunnen vloeien: synergie, onderwaardering, vervanging van managers, enzovoort. Zijn conclusie is, dat het nogal moeilijk is om de bronnen, waaruit de vermeende voordelen van overnemingen voortvloeien te identificeren, zelfs in het kader van een enkel geval.[51]

Rijke bron van vraagstelling

Uit dit alles komt naar voren, dat het verschijnsel overnemingspremie, bij nadere analyse, gecompliceerde vragen oproept, waarvan de beantwoording misschien in theorie wel mogelijk is, maar in praktijk vrijwel onmogelijk. Komt de premie overeen met het verwachte waarde-accres? Waar loopt de grens tussen onderwaardering en suboptimaal gebruik van schaarse middelen? Aan wie behoren eventuele voordelen te worden toegerekend? Tot welke herverdeling van welvaart leidt iedere overneming afzonderlijk? Hoe moet een overneming in kwestie en het bijbehorende biedingsproces – inclusief premiestelling – maatschappelijk worden gewaardeerd? Op welke gronden dient een bepaalde overneming te worden bevorderd en op welke gronden kan deze worden ontmoedigd of zelfs verboden? Aan wie of aan welke instantie komt een dergelijke competentie toe? Stuk voor stuk vragen die hoogst actueel zijn.

4 Drijvingen en gedragingen van partijen

In de neo-klassieke visie fungeert de overnemingsmarkt als sluitstuk van een set van disciplineringsmechanismen ten aanzien van falend management. Hiervoor hebben we gezien dat overnemingen ook door feilen in de vermogensmarkt kunnen worden uitgelokt. Voorts vinden overnemingen plaats waarbij het zittende management aanblijft, of sterker, waarbij het juist om het zittende management is begonnen. Het management van de overnemende partij kan tal van andere overwegingen hebben om belangstelling op te vatten voor een bepaald doelwit.[52]

Het partiële belang

Bij een volledige overneming gaat het om de meest ultieme vorm van zeggenschapsoverdracht. In dat geval komen alle aandelen in handen van één partij. Daarnaast vinden evenwel veelvuldig minder vergaande transacties plaats, die zijn gericht op de verwerving van een gedeeltelijk belang, met de bedoeling om enigerlei vorm van partiële zeggenschap in een onderneming tot gelding te kunnen brengen. Of en in hoeverre men erin zal slagen effectieve invloed uit te oefenen hangt niet alleen af van de relatieve omvang van het belang, maar ook van allerlei juridische regels en regelingen aangaande de conditionering van het stemrecht. Daarnaast speelt de verdeling van de overige aandelen een belangrijke rol: zijn deze wijd verspreid in een oceaan van vele eigenaren of zijn deze samengebald bij één of meer andere partijen – 'islands of conscious power' – in de markt? [53] Houden die andere partijen hun pakket aan uit beleggingsoverwegingen dan wel uit zeggenschapsoverwegingen?

Voorts wordt de mogelijkheid tot het uitoefenen van daadwerkelijke invloed mede bepaald door de vraag of de houder van een belang goed is ingevoerd in de betreffende branche – vergelijk het optreden van de reder Hagen bij Nedlloyd begin vorig jaar – dan wel in een bepaald segment van de financiële markten – vergelijk de 'raider' Icahn bij Texaco. Beiden zijn in staat gebleken om op directe dan wel indirecte wijze het strategisch beleid van de betreffende ondernemingen te beïnvloeden, ondanks de relatief geringe omvang van hun belang.[54] Dergelijke confrontaties zorgen in het algemeen voor heftige beroering en resulteren meestal in enigerlei schikking, welke kan variëren van honorering van de beleidsinzichten van de dissidente aandeelhouder of benoeming in de Raad van Commissarissen, tot het sluiten van een 'standstill agreement' of het uitkopen van het bewuste belang tegen een niet onaanzienlijke premie ('greenmail').[55]

Tegenover dit type dissidente belangen staan de participaties welke gehouden worden door partijen die de onderneming juist welgevallig zijn, zoals bij Amev.[56] De meest extreme vorm hiervan is de figuur van de 'white knight', die zich aandient om een doelwit door fusie of overneming uit handen van onwelgevallige partijen te houden (vergelijk Wolters Samson die Kluwer te hulp kwam bij de vijandige poging van Elsevier).[57]

Sommige partijen hanteren hun belang als breekijzer bij overnemingstransacties om een hogere premie af te dwingen (zoals Hazewinkel bij het bod door VNU op Audet). Anderen nemen juist belangen in huns inziens ondergewaardeerde ondernemingen, waarvan zij verwachten dat ze aanstonds als doelwit zullen worden uitgekozen door andere gegadigden, om een deel van de premie in de wacht te slepen.[58]

Soms ook wordt tot het nemen van een partieel belang of tot een volledige overneming overgegaan om daardoor concurrenten de pas af te snijden, zoals vermoedelijk het geval is bij de participatie van HBG in Volker Stevin. Denk ook aan de overneming van Van Nelle door Douwe Egberts.

Vriendelijke en onvriendelijke overnemingen

Het is niet altijd eenvoudig om de drijvingen en gedragingen van vragers en aanbieders op de overnemingsmarkt te doorgronden. Veel valt uiteraard op te maken uit de wijze waarop en de sfeer waarin transacties – al of niet – tot stand komen. Geschiedt dit stiekem door heimelijke aankopen of juist openlijk door het uitbrengen van een bod? Gebeurt het vriendelijk, in overeenstemming met het doelwit, of juist niet? Is het management zelf geïnteresseerd in de 'eigen' onderneming?

Uit onderzoek komt naar voren, dat het aantal overnemingspogingen dat vriendelijk eindigt groter is dan het aantal dat vriendelijk begint, eensdeels doordat het doelwit na aanvankelijk tegenstribbelen toch tot medewerking bereid is, anderdeels doordat men een onwelgevallige belager afschudt door het uitlokken van een, welgevallig, concurrerend bod.[59] Ook hier geldt echter dat de grens tussen vriendelijk en onvriendelijk voor buitenstaanders niet altijd even scherp valt te trekken, aangezien het bieden van enig verzet uit een oogpunt van onderhandelingstaktiek altijd wel mag worden verwacht. Of dergelijk verzet echt is of alleen maar wordt geveinsd is niet in alle gevallen van meet af aan duidelijk. Indien het management van het doelwit persisteert in zijn verzet kan de onwelgevallige gegadigde rechtstreeks de

aandeelhouders van het doelwit benaderen door het uitbrengen van een vijandig openbaar bod, de zogenaamde 'Saturday night special'. Deze methode wordt in de Verenigde Staten frequent gebruikt, hetgeen aldaar een golf van beschermingsmaatregelen heeft uitgelokt. Deze verschillen in een aantal opzichten van de in ons land vigerende beschermingsconstructies.[60]

5 Het openbaar bod

Er zijn diverse mogelijkheden om een overneming of een participatie te realiseren. Een daarvan is het uitbrengen van een openbaar bod. Een dergelijk bod behoort zich te onzent ingevolge artikel 6, lid 1, letter d van de SER-fusiegedragsregels uit te strekken tot het bieden op en aanvaarden van alle uitstaande aandelen van een onderneming. Deze code laat wel de mogelijkheid open van een bod dat niet de instemming heeft van de betrokken onderneming.
Het is evenwel niet toegestaan om een partieel bod uit te brengen. De laatste restrictie kent men in de Verenigde Staten niet ten aanzien van de overeenkomstige figuur van het tenderbod.

Amerikaanse tenderbiedingen
Gewoonlijk wordt onder het begrip tenderbod verstaan een eventueel gelimiteerde, conditionele, openbare uitnodiging aan alle aandeelhouders van een bepaalde onderneming om hun aandelen tegen een vooraf vastgestelde prijs aan te bieden.[61] Deze omschrijving bevat enkele elementen die nadere toelichting behoeven. De limitering slaat op het maximum aantal aandelen dat door de bieder zal worden geaccepteerd. Het conditionele heeft betrekking op vooraf te stellen eisen, waaraan moet zijn voldaan om het bod gestand te doen. De prijs van het bod staat vast, zodat de aandeelhouders slechts behoeven te beslissen of ze hun aandelen zullen aanbieden of niet. Opmerkelijk is het element van de limitering, hetgeen bij overtekening leidt tot een pro rata korting op het accepteren van de aangeboden aandelen.
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 aandelen. Deze typen zijn: een 'any-or-all' bod, een 'two-tier' bod, en een partieel bod.[62]
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' of twee-traps 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, teneinde voldoende stemmen te verzamelen. Bij een twee-traps bod valt dit minimum aantal veelal samen met het gestelde maximum. Partiële biedingen kennen veelal geen voorwaarden.

'Freeridership'
Door toepassing van gelimiteerde tenderbiedingen, zoals het geval is bij het twee-traps bod en het partiële bod, worden de aandeelhouders voor een moeilijk dilemma – stoelend op het verschijnsel van 'freeridership' – gesteld, waaraan in financieel-economische kringen veel aandacht wordt besteed.[63] Dit dilemma heeft te maken met het feit dat de aandeelhouder veelal op individuele basis zal moeten beslissen om al dan niet te 'tenderen'.
Geen van de aandeelhouders is individueel in de gelegenheid om over een minimaal aanvaardbare overnemingsprijs te onderhandelen. Daarom kan een bieder in beginsel volstaan met een bod, dat lager is dan nodig zou zijn in geval de aandeelhouders collectief zouden handelen, bijvoorbeeld 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 bieders inclusief het zittende manage-

ment 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 vijandig twee-traps bod. In plaats van een uniform bod uit te brengen op aandelen tegen prijs X wordt een bod uitgebracht op zeg 51% van de aandelen tegen prijs X + Y, terwijl tegelijkertijd wordt aangekondigd dat men het restant wenst te verwerven tegen prijs X - Y. Deze methode legt grote druk op de individuele aandeelhouder om te 'tenderen' op straffe van het toucheren van een lagere prijs in de tweede trap van de overneming. Aangezien alle individuele aandeelhouders zo zullen handelen, gedreven 'by carrot' (prijs X + Y) en 'by stick' (prijs X – Y), slaagt de tender en beschikt de bieder over de meerderheid van de aandelen, waarna hij unilateraal het vervolgstuk van de overneming kan afdwingen. In het vakjargon 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 overnemingen die tot stand komen na bevredigende onderhandelingen over de prijs met het ondernemingsbestuur.

Maatregelen en bevindingen

Over het veronderstelde dwangmatige karakter van gelimiteerde tenderbiedingen, met name die van het twee-traps type, is in de Verenigde Staten al veel te doen geweest. In 1986 is door het Amerikaanse Congres de zogenaamde Williams Act aangenomen, welke de bedoeling heeft om individuele aandeelhouders zoveel mogelijk te behoeden voor ongelijke behandeling.[64] Voorts zijn vele ondernemingen er de laatste jaren toe overgegaan om zogenaamde 'fair price amendments' in hun statuten op te nemen, volgens welke wordt vereist dat voor elk aandeel bij een overneming eenzelfde prijs wordt betaald.[65]

Tenslotte zijn er nog de beruchte 'poison pills', welke de aandeelhouders in bijzondere omstandigheden, zoals in confrontatie met een vijandig bod, bijzondere voordelen beogen te geven.[66]

In de praktijk blijkt de argwaan die jegens gelimiteerde tenderbiedingen wordt gekoesterd wel wat overdreven. Uit betrekkelijk recent onderzoek komt naar voren dat veruit de meest gehanteerde tendermethoden van het ongelimiteerde 'any-or-all' type zijn.[67] Ook blijken de gemiddeld behaalde premies, die aandeelhouders incasseren niet wezenlijk te verschillen, namelijk meer dan 50% bij zowel 'any-or-all' als twee-traps biedingen. Bij partiële tenderbiedingen zijn de premies veel lager, namelijk in de orde van 20%. Uit dit onderzoek komt dus geenszins naar voren, dat de aandeelhouders gemiddeld gesproken, zouden worden benadeeld bij toepassing van een twee-traps bod. Daar komt bij dat in de helft van de gevallen reeds bij het uitbrengen van het bod sprake was van overeenstemming met het ondernemingsbestuur en in bijna alle gevallen voordat de tenderperiode afliep.

6 Regelgeving en procedures

De discussie over nut en toelaatbaarheid van beschermingsconstructies heeft de afgelopen tijd in ons land de gemoederen danig in beroering gebracht. In november 1987 verscheen het rapport van de Commissie Van der Grinten, waarin werd geadviseerd om de bestaande mogelijkheden tot bescherming te handhaven.[68] Toen het Beursbestuur in maart van vorig jaar tegen dit advies inging belandde de knuppel in het hoenderhok om er onder bont gekakel later weer als boemerang uit te komen.[69] Voorshands is het tumult tot bedaren gebracht, maar het is de vraag of het veelbesproken beschermingsprobleem nu ook voorgoed de wereld uit is, of liever gezegd Europa uit is.

Wie bewaakt het ondernemingsbelang?

Of een overneming al dan niet wenselijk is wordt in ons land gewoonlijk afgemeten aan het ondernemingsbelang en dus niet uitsluitend aan het belang van de vermogensverschaffers, of van de werknemers, of van het bestuur. Nu is het begrip ondernemingsbelang moeilijk eenduidig te definiëren. Het is bijvoorbeeld denkbaar, dat het voortbestaan van de onderneming gediend is bij een afslankingsoperatie en ontslag van werknemers. Een en ander is ter beoordeling en ter toet-

sing aan bestuur en commissarissen. Maar het is ook denkbaar dat het ondernemingsbelang is gediend met een wijziging van de ondernemingsleiding, eveneens ter beoordeling door die leiding zelf. Hier ligt een spanningsveld, met name binnen het structuurregime, aangezien eigen deelbelangen van bestuurderen kunnen indruisen tegen het hoofdbelang, namelijk dat van de onderneming. Wie ziet erop toe dat deze afweging op maatschappelijk verantwoorde wijze geschiedt? Dit is in feite een normatief vraagstuk betreffende de meest wenselijke inrichting van de economische orde.
Sommigen suggereren om het afwegen van de onderscheiden belangen bij een overneming te leggen bij een onafhankelijke instantie, zoals een fusieraad of de Ondernemingskamer.[70] Ik kan niet inzien, dat hierin de oplossing voor deze problematiek zou zijn gelegen. In het vorenstaande is gebleken dat de achtergronden, beweegredenen en te verwachten effecten in concrete overnemingssituaties in het algemeen bijzonder moeilijk zijn te identificeren en te kwalificeren, laat staan te kwantificeren. In hoeverre zal er sprake zijn van werkelijke creatie van waarde dan wel van een herverdeling van reeds bestaande waarde, ofwel: is de gulden werkelijk een daalder waard? En wat te doen ingeval de verwachte waardeschepping maximaal is, indien een bestaande onderneming tegen haar zin in na overneming door een 'raider' wordt opgesplitst en in delen wordt afgestoten? Dient dit type waardeschepping maatschappelijk anders te worden gewaardeerd dan waardeschepping welke voortvloeit uit een minnelijk overeengekomen integratie van het doelwit met de onderneming van de gegadigde, ofwel: is de ene daalder gelijk aan de andere?

Waardering en beschermingsconstructies
De beantwoording van deze en dergelijke vragen kan naar mijn oordeel niet berusten bij een onafhankelijk panel, maar dient door betrokkenen zelf – ondernemingsbestuurders, aandeelhouders, en personeel – acterend in het krachtenveld van de diverse markten, te worden gedaan. Nu kan men hiertegen inbrengen dat deze markten mogelijkerwijze niet adequaat functioneren, bijvoorbeeld door te stellen dat Nederlandse fondsen systematisch zijn ondergewaardeerd in vergelijking met overeenkomstige buitenlandse fondsen. Dit zou dan bescherming tegen vijandige pogingen tot overneming rechtvaardigen. Anderen zijn juist geneigd om de veronderstelde oorzakelijke samenhang tussen bescherming en marktwaardering om te keren. Door een cumulatie van beschermingsconstructies, zo luidt de redenering, staat het management van Nederlandse vennootschappen in mindere mate bloot aan de discipline van de overnemingsmarkt dan elders. 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 beurs, hetgeen op zich zelf weer een prikkel vormt om de vraagzijde van de overnemingsmarkt te activeren. Dit lokt verdergaande bescherming uit en daarmee is de cirkel rond.[71]

Een andere aan beschermingsconstructies toegedichte kwaliteit is dat deze tijdsruimte zouden fourneren voor een zorgvuldige beoordeling van de merites van een uitgebracht bod. Beschermingsconstructies met een permanent karakter kunnen echter niet worden verdedigd onder verwijzing naar dit argument. Bovendien staan minder vergaande instrumenten ter beschikking voor het bereiken van dit doel, zoals het wettelijk of anderszins voorschrijven van bepaalde in acht te nemen procedures, regels en termijnen bij fusies en overnemingen. Dit instrumentarium is in ons land spaarzaam ontwikkeld in vergelijking met de Verenigde Staten en sommige andere Europese landen. In dit verband valt overigens te wijzen op de komst van enkele EG-richtlijnen, welke een harmonisatie beogen te bewerkstelligen tussen de lidstaten.

EG-richtlijnen inzake meldingsplicht en openbare biedingen
Een van deze richtlijnen heeft betrekking op de meldingsplicht van grootaandeelhouders. De richtlijn bepaalt dat natuurlijke en rechtspersonen de betrokken vennootschap moeten informeren

over het percentage van de stemrechten dat zij bezitten binnen 7 dagen nadat dit percentage ten gevolge van een verwerving of vervreemding van een deelneming drempelwaarden van 10%, 20%, 33,3%, 50% en 66% overschrijdt of onder deze drempelwaarden daalt. Voor ons land houdt deze richtlijn een aanzienlijke verandering in ten opzichte van de bestaande situatie, waarin alleen in de voorschriften van de Vereniging voor de Effectenhandel een bescheiden meldingsplicht is opgenomen.
Voorts mogen richtlijnen worden verwacht om tot een uniforme ordening te komen voor de uiteenlopende nationale situaties rond openbare biedingen.[72] De voornaamste elementen van de voorstellen zijn: een verbod op een openbaar partieel bod, het afgrendelen van het verwerven van pakketten aandelen in een onderneming op maximaal 29,9%, en een verklaring voorafgaand aan het uitbrengen van een openbaar bod inhoudende de bedoelingen van de bieder met het gebruik van de te verwerven activa, de continuïteit van de activiteiten van de over te nemen onderneming, het niveau van de toekomstige schuldenlast in geval van een leveraged buy out, en zo meer.[73] Verder wil de EG-commissie verbieden dat ondernemingen, zonder instemming van de aandeelhouders, alsnog verdedigingsmaatregelen treffen wanneer een openbaar bod is aangekondigd inclusief de fabricage van gifpillen. Daarnaast heeft de Commissie voorstellen gedaan in het kader van de materiële fusiecontrole om op te kunnen treden tegen ongewenste beperkingen van de concurrentie.

Partieel bod en partieel belang
Ik zal niet op al deze regelingen ingaan en me beperken tot het verbod van een partieel bod en het afgrendelen van een partieel belang tot 29,9%. Wie 30% van de aandelen verwerft zal worden verplicht om een openbaar bod uit te brengen op alle nog uitstaande aandelen. Beide voorschriften, zowel het verbod als het gebod, lijken mij nodeloos restrictief.
Ook in de SER-fusiecode treffen we reeds een barrière aan tegen het uitbrengen van een partieel bod. De ratio van deze beperking is niet geheel duidelijk. Waarom zou een derde zich wel door onderhandse aankoop of aankoop ter beurze van een partieel belang in een vennootschap mogen voorzien, en niet langs de weg van een openbaar bod? Is men bevreesd voor speculatieve bewegingen of benadeling van aandeelhouders die niet op het bod ingaan? Zoals hiervoor is vermeld gaven de Amerikaanse ervaringen op deze punten geen reden tot zorg.
Aldaar zijn kennelijk adequate maatregelen getroffen welke het aan de individuele aandeelhouder mogelijk maken om bij zijn beslissingen tot een redelijke afweging te komen. Die maatregelen voorzien onder andere in eisen met betrekking tot openbaarmaking van de identiteit en de bedoelingen van een bieder, in acht te nemen termijnen, methode van toewijzing van de aangeboden aandelen bij overtekening en een zoveel mogelijk gelijke behandeling van gelijksoortige aandeelhouders.
Door de mogelijkheid van een partieel bod uit te sluiten dwingt men partijen die slechts geïnteresseerd zijn in een gedeeltelijk belang tot onderhandse aankoop of tot aankoop ter beurze. Bij het bereiken van de 30%-grens zijn deze methoden niet langer geoorloofd en dient men juist over te stappen op de methode van de openbare bieding. Dit voorschrift, dat overigens nieuw zou zijn voor Nederland, lijkt vergaande consequenties in te houden voor de bestaande praktijk. Het roept ook een aantal vragen op. Schuilt in de gesignaleerde omslag van methodiek nu juist geen gevaar van discriminatie tussen houders van gelijksoortige aandelen? Wat te doen in situaties waarin door inkoop van eigen aandelen het relatieve belang van derden in het nog resterende uitstaande aandelenkapitaal toeneemt tot 30% of meer? Of om een concreet voorbeeld te noemen: zou HBG bij toepassing van dit voorschrift verplicht zijn om een openbaar bod uit te brengen op alle overige aandelen Volker Stevin, ook al zou geen van beide partijen daar voor voelen?

Tot slot
Ik vermoed dat het nog wel enige discussie zal geven voordat de EG-voorstellen zullen zijn verwerkt in de afzonderlijke nationale wetten van de lidstaten. Hetgeen nu voorligt draagt een sterk Angelsaksisch karakter. Het zou verrassend zijn

als op dit vlak het continentale deel van de Gemeenschap zijn primaire inspiratiebron zou ontlenen aan het Britse lid. Wat hier ook van moge worden, de komst van een 'fair and orderly market' is van essentieel belang.
Naarmate de werking van de overnemingsmarkt met meer waarborgen is omgeven, gericht op een in alle opzichten ordelijk verloop van de transacties, zal de rechtvaardiging van een aantal bestaande beschermingsconstructies steeds meer aan betekenis inboeten. Zo gezien was de fervente gedachtenwisseling over dit onderwerp van vorig jaar vermoedelijk nog maar een landelijke oefening voor een later te spelen Europese finale.

Literatuur

Black, F. (1986), Noise, *The Journal of Finance*, Vol. 41, pp. 529-543.

Bradley, M. en M. Rosenzweig (1986), Defensive stock repurchases, *Harvard Law Review*, Vol. 99, pp. 1378-1430.

Brentjens, J. L. (1988), Beschermingsconstructies, een ondernemersvisie, *De Naamlooze Vennootschap*, Vol. 66, pp. 81-84.

Coase, R. H. (1937), The nature of the firm, *Economica*, Vol. 4, pp. 386-405.

Comment, R. en G. A. Jarrell (1987), Two-tier and negotiated tender offers, the imprisonment of the free-riding shareholder, *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, pp. 283-310.

Dann L. Y. en H. DeAngelo (1983), Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 275-300.

Diepenhorst, A. I. (1979), Enkele opmerkingen in verband met de zeggenschapsrechten van de aandeelhouder, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, Vol. 53, pp. 450-455.

Donaldson, G. (1984), *Managing corporate wealth*, Praeger, New York.

Duijn, J. J. van (1979), *De lange golf in de economie*, Van Gorcum, Assen.

Fama, E. F. (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, pp. 288-307.

Fama, E. F. en M. C. Jensen (1983a), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-326.

Fama, E. F. en M. C. Jensen (1983b), Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 326-351.

Fentrop, P. (1988), Beschermingsconstructies – een verhitte discussie, *Economisch Statistische Berichten*, Vol. 73, pp. 836-841.

Halpern, P. (1983), Corporate acquisitions: a theory of special cases? A review of event studies applied to acquisitions, *The Journal of Finance*, Vol. 38, pp. 297-317.

Holderness, C. G. en D. P. Sheenan (1985), Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 555-579.

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

Imai, K. en H. Itami (1984), Interpenetration of organization and market, Japan's firm and market in comparison with the U.S., *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 2, pp. 285-310.

Jarrell, G. A., J. A. Brickley en J. M. Netter (1988), The market for corporate control: the empirical evidence since 1980, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, pp. 49-68.

Jarrell, G. A. en A. B. Poulsen (1987), Shark repellents and stock prices, the effects of antitakeover amendments since 1980, *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, pp. 127-168.

Jensen, M. C. en R. S. Ruback (1983), The market for corporate control, the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50.

Jensen, M. C. (1984), Takeovers: folklore and science, *Harvard Business Review*, Vol. 62, pp. 109-121.

Jensen, M. C. (1988), Takeovers: their causes and consequences, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, pp. 21-48.

Jong, H. W. de (1988a), De concentratiebeweging in de Amerikaanse economie, *Economisch Statistische Berichten*, Vol. 73, pp. 203-207.

Jong, H. W. de (1988b), De concentratiebeweging in de Europese economie, *Economisch Statistische Berichten*, Vol. 73, pp. 224-229.

Jong, H. W. de (1988c), De concentratiebeweging: verklaring en resultaat *Economisch Statistische Berichten*, Vol. 73, pp. 248-253.

Jong, H. W. de (1988d), Fusies/overnames en beschermingsconstructies, *Economisch Statistische Berichten*, Vol. 73, pp. 842-853.

Klarenbeek, H. J. A. E. M. (1987), *Onvriendelijke overnemingen en banken*, inleiding voor de Euroforum-studiedag over 'Onvriendelijke overnemingen en beschermingsconstructies' d.d. 27 november 1987 te Amsterdam.

Malatesta, P. H. en R. A. Walkling (1988), Poison pill securities, stockholder wealth, profitability, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 347-376.

Manne, H. (1965), Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy*, Vol. 73, pp. 110-120.

Marris, R. (1963), A model of the 'managerial' enterprise, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 77, pp. 185-209.

Moerland, P. W. (1982), *Zeggenschap, risico en de verdeling der toegevoegde waarde*, oratie Rijksuniversiteit Groningen, Stenfert Kroese, Leiden.

Moerland, P. W. (1988), De overnamemarkt in theorie en praktijk, *Economisch Statistische Berichten*, Vol. 73, pp. 848-853.

Moerland, P. W. (1989), Het ontstaan van een economische organisatietheorie, opgenomen in de bundel: *Bedrijfskunde op weg naar 1990, trends en ontwikkelingen*, onder redactie van C. van Dam, pp. 39-49, Kluwer, Deventer.

Palepu, K. G. (1986), Predicting takeover targets: a methodological and empirical analysis, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, pp. 3-35.

Porter, M. E. (1987), From competitive advantage to corporate strategy, *Harvard Business Review*, Vol. 65, pp. 43-59.

Pound, J. (1987), The effects of antitakeover amendments on takeover activity: some direct evidence, *Journal of Law and Economics*, Vol. 30, pp. 353-367.

Pound, J. (1988), Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight, *Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 237-265.*

Rapport van de Commissie Beschermingsconstructies, 26 november 1987, Amsterdam.

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

Rapport van Finem, Vereniging voor financieel-economisch management (aangesloten bij het NIVE), *Beschermingsconstructies - een middel voor de handhaving van de onderneming?*, 1988, 's-Gravenhage.

Ravenscraft, D. J. en F. M. Scherer (1987), Life after takeover, *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 36, pp. 147-156.

Roll, R. (1986), The Hubris hypothesis of corporate takeovers, *The Journal of Business*, Vol. 59, pp. 197-216.

Ruback, R. S. (1982), The Conoco takeover and stockholder returns, *Sloan Management Review*, Vol. 23, pp. 13-33.

Rydqvist, K. (1986), *The pricing of shares with different voting power and the theory of oceanic games*, Dissertation Stockholm School of Economics, the Economic Research Institute.

Ryngaert, M. (1988), The effect of poison pill securities on shareholder wealth, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 377-417.

Scherer, F. M. (1988), Corporate takeovers: the efficiency arguments, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, pp. 69-82.

Shleifer, A. en R. W. Vishny (1986), Greenmail, white knights, and shareholders' interest, *Rand Journal of Economics*, Vol. 17, pp. 293-309.

Shleifer, A. en R. W. Vishny (1988), Value maximization and the acquisition process, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, pp. 7-20.

Sicherman, N. W. en R. H. Pettway (1987), Acquisition of divested assets and shareholders' wealth, *The Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 1261-1273.

Slagter, W. J. (1976), Eigendom en privaatrecht, *R. M. Themis*.

Stulz, R. M. (1988), Managerial control of voting rights, financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 25-54.

Summers, L. H. (1986), Does the stock market rationally reflect fundamental values? *The Journal of Finance*, Vol. 41, pp. 591-602.

Weston, J. F. en T. E. Copeland (1986), *Managerial Finance*, The Dryden Press, Chicago.

Zeelen, H. T. W. (1988), *Leveraged buy out*, doctoraalscriptie voor het vak Ondernemingsfinanciering aan de Katholieke Universiteit Brabant, Tilburg.

Noten

1 Zie bijvoorbeeld Jensen (1988), p. 22, Comment en Jarrell (1987), p. 304,
2 Het Financieele Dagblad d.d. 10 januari 1989.
3 Het Financieele Dagblad d.d. 13 januari 1988. Volgens een voorlopige opgave van de SER-fusiecommissie is het aantal fusies en overnemingen van Nederlandse bedrijven in 1988 uitgekomen op 668, hetgeen overeenkomt met een toename van 20% ten opzichte van 1987.
4 Vergelijk De Jong (1988, a,b,c), die overigens spreekt van concentratiegolven.
5 Vergelijk Klarenbeek (1987), p. 3.
6 Zie ook Van Duijn (1979), pp. 50 e.v.
7 Vergelijk voorts de eerste grote leveraged buy out van Beatrice Foods in 1986 door Kelly en de investeringsbank Kohlberg Kravis en Roberts voor een bedrag van $ 6,2 mrd, hetwelk bijna geheel met vreemd vermogen werd gefinancierd. Uit de verkoop van onderdelen werd binnen 16 maanden $ 6,4 mrd ontvangen. Een resterend deel ging naar de beurs en een ander deel was nadien nog te koop. Zie Zeelen (1988), alwaar nog andere voorbeelden zijn aan te treffen.
8 Voor een verhandeling over groene chantage ('greenmail') zij verwezen naar Shleifer en Vishny (1986), over gifpillen ('poison pills') naar Malatesta en Walkling (1988) en Ryngaert (1988), en over haaienafweermiddelen ('shark repellents') naar Jarrell en Poulson (1987). Voorts is interessant Holderness en Sheehan (1985) over de 'raider' als redder.
9 Vergelijk Jensen (1988), pp. 22-23.
10 Vergelijk Brentjens (1988).
11 Vergelijk de uitspraken van Van Zwol van Nationale Nederlanden bij de presentatie op 20 april 1988 van het jaarverslag over 1987: 'Als de voorzitter van de Vereniging voor de Effectenhandel 20 jaar geleden zijn zin had gekregen (in het tegengaan van een overdreven geachte cumulatie van beschermingsconstructies, PWM), zou er nu niet veel van de beurs zijn overgebleven. Ik geloof – ik kan het niet hard maken – dat er dan nog vijf, laten we zeggen tien regels in de Prijscourant van de beurs waren overgebleven. Er zou een gigantische uitverkoop van prachtige Nederlandse ondernemingen hebben plaatsgevonden', volgens Het Financieele Dagblad d.d. 21 april 1988.
Illustratief is ook de 'tirade' van de Franse president Mitterrand in een televisie-interview op 12 februari 1989, waarin hij zei dat hij Franse ondernemers wil 'beschermen tegen die rondtrekkende geldstromen, die als roofvogels bezit nemen van bedrijven, zonder dat ze deel hebben gehad aan de dagelijkse inspanning'. De president zei voorts te vrezen dat zonder ingrijpen 'geen enkel Frans bedrijf in staat is de massa's geld te weerstaan die vanuit de hele wereld komen: uit Europa, Amerika en Japan'. De regering zal 'een systeem opzetten om de vernieling en plundering van de Franse economie tegen te gaan, vooral in het Europa van 1992', volgens het Financieele Dagblad d.d. 15 februari 1989.
12 Zie bijvoorbeeld Jensen (1988), p. 22, alsook Comment en Jarrell (1987), p. 285.
13 Voor een meer omvattende verhandeling over de onderlinge verhouding tussen deze begrippen zij verwezen naar Moerland (1989).
14 Vergelijk Slagter (1976), pp. 292-293. Interessant is voorts Diepenhorst (1979), p. 452, alwaar hij stelt dat de n.v. als haar eigen eigenaar voor de niet-jurist al gauw te wonderlijk is. 'Hij vraagt zich af hoe dan verschijnselen als oprichting, overname en liquidatie moeten worden geïnterpreteerd. Als spontane generatie, in slavernij voeren en zelfmoord?'
15 Uit een vorig jaar door Bank Mees en Hope verricht onderzoek (momentopname juni 1988) komt naar voren dat van de 35 hoofdfondsen aan de Amsterdamse Effectenbeurs er 23 of ruim 65% het wettelijk structuurregime kennen. Van de 120 lokale fondsen opereren er 62 of ruim 51% als structuur-vennootschap.
16 Volgens het in voorgaande noot genoemde onderzoek hanteren (momentopname juni 1988) 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 toen geldende standpunt van het Beursbestuur, waarin stelling werd 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. Aan het begin van dit jaar heeft het Beursbestuur, in overeenstemming met de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen, wat gas teruggenomen.
17 Vergelijk bijvoorbeeld Jensen (1984).
18 Voor een nadere uiteenzetting van dit probleem zij verwezen naar mijn Groningse oratie (1982).
19 Vergelijk Marris (1963), die op dit punt originele inzichten heeft ontwikkeld.
20 Zie Fama (1980), Fama en Jensen (1983 a,b).
21 Jensen en Ruback (1983), p. 6.
22 Verwezen zij in dit verband naar Imai en Itami (1984), die Amerikaanse en Japanse ondernemingen aan een onderlinge vergelijking onderwerpen.
23 Vergelijk bijvoorbeeld de beroering, die is ontstaan rond de overneming van het Britse Rowntree door het Zwitserse Nestlé. Sindsdien is er kritiek losgebrand tegen de grondige beschermingsgordel rondom Zwitserse ondernemingen, die daardoor onbereikbaar zijn voor reciproke overnemingspogingen vanuit het buitenland. Eind vorig jaar heeft Nestlé besloten om maximaal drie procent van de aandelen op naam vrij te geven voor aankoop door buitenlanders, hetgeen voordien uitgesloten was.
24 Op Conoco kom ik verderop in de tekst terug. In de drankensector ging de cognac Martell in 1987 voor 40 maal de winst naar Seagram, verloor het cognachuis Rémy Martin de strijd om de likeur Bénédictine van Martini en Rossi, waarbij meer dan 100 maal de winst werd betaald. Wel verkreeg Rémy in 1988 het champagnemerk Piper-Heidsieck tegen 65 maal de winst in handen. Ook in de sfeer van vermaarde whiskeymerken vinden tal van bewegingen plaats.

De biedingscarrousel betreffende RJR Nabisco zette in op $ 17,6 mrd door haar eigen CEO Johnson, welke door de Amerikaanse investeringsbank Kohlberg, Kravis en Roberts werd overtroffen door een bod van $ 20,3 mrd. Daarna volgden diverse slagen, die uiteindelijk eindigden in het voordeel van KKR, alhoewel haar eindbod, $ 25,05 mrd, lager was dan dat van Johnson.

25 De overnemingsprijs nam hierdoor toe met 50 mln. Ook bij Twijnstra Gudde werd, in dit geval door het beleggingsfonds Esmeralda, een hogere prijs dan het aanvankelijke bod geëist.

26 Op. cit., p. 20.

27 Vergelijk Scherer (1988), p. 72.

28 Zie bijvoorbeeld Summers (1986) en De Jong (1988c), p. 248.

29 Black (1986), p. 533.

30 Op. cit., p. 533, alwaar hij stelt: 'The factor of 2 is arbitrary, of course. Intuitively, though, it seems reasonable to me, in the light of sources of uncertainty about value and the strength of the forces tending to cause price to return to value. By this definition, I think almost all markets are efficient almost all of the time. 'Almost all' means at least 90%'
Zie ook het commentaar van Scherer, op. cit., pp. 72-73, op deze uitspraken van Black.

31 Vergelijk de eerder in noot 7 genoemde buy out van Beatrice Foods, waar in korte tijd zeer omvangrijke vermogenswinsten werden gerealiseerd.

32 Vergelijk Scherer, op. cit., p. 72-73.

33 De tweedeling is vatbaar voor nuancering, inzoverre de prijsvorming op de vermogensmarkt wordt belemmerd door te kort schietende informatieverstrekking van de zijde van het management. Daarbij dient evenwel te worden bedacht dat het bezwaarlijk kan zijn om vitale informatie vanwege het concurrentiemotief prijs te geven.

34 Vergelijk Jensen (1988), pp. 22-23, alsook Shleifer en Vishny (1988), pp. 14-15.

35 Vergelijk Huang en Walkling (1987).

36 Vergelijk Shleifer en Vishny, op. cit., p. 14, alsook Roll (1986).

37 Vergelijk Halpern (1983), alsmede Shleifer en Vishny, op. cit., p. 14.

38 Voor een meer uitgebreide beschrijving van dit overnemingsgevecht zij verwezen naar Weston en Copeland (1986), pp. 903-904.

39 Donaldson (1984), p. 3.

40 In dit verband zij gewezen op de door Jensen ontwikkelde 'free cash flow theory'. Zie bijvoorbeeld Jensen (1988), p. 28, alwaar hij schrijft: 'Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all of a firm's projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital. Such free cash flow must be paid out to shareholders if the firm is to be efficient and to maximize value for shareholders. However, payment of cash to shareholders reduces the resources controlled by managers, thereby reducing the power of managers and potentially subjecting them to the monitoring by capital markets that occurs when a firm must obtain new capital. Further, managers have incentives to expand their firms beyond the size that maximizes shareholders wealth'.

41 Wellicht spelen fiscale factoren hier ook een rol van betekenis.

42 Porter (1987), p. 48.

43 Vergelijk Shleifer en Vishny, op. cit., pp. 15-16.

44 In dit verband zij opgemerkt dat bij de overneming van Van Nelle door Douwe Egberts wel de vrees is uitgesproken dat de relatief hoge premie voor een deel zou worden verhaald op de consument via een hogere verkoopprijs van koffie.

45 Op. cit., p. 15.

46 In dit verband kunnen de talrijke leveraged buy outs in de Verenigde Staten worden genoemd, die voor een belangrijk deel worden gefinancierd met 'junk bonds'. Over de mogelijke gevaren hiervan is momenteel een publieke discussie aan de gang.

47 Het Britse electronicabedrijf GEC deed in 1986 een vijandige poging om het eveneens Britse Plessey over te nemen. Deze mislukte. Eind vorig jaar werd een nieuwe poging ondernomen, te zamen met het Duitse Siemens. Plessey opende een tegenaanval op GEC, waarbij zich de Amerikaanse General Electric en de Franse Thomson aansloten. Inmiddels is het Britse strijdtoneel uiterst onoverzichtelijk geworden. Zie verder Het Financieele Dagblad d.d. 12 januari 1989. In de Financial Times d.d. 9 februari 1989 wordt voorts gewag gemaakt van een eventuele opsplitsing van Plessey als verdedigingsmaatregel tegen het vijandige bod.

48 Vergelijk Jensen, op. cit., p. 36.

49 Tobin's q geeft de verhouding weer tussen de marktwaarde en de boekwaarde van een onderneming. Vergelijk Scherer, op. cit., pp. 74 e.v., alsook Shleifer en Vishny, op. cit., p. 11.

50 Palepu (1986).

51 Ruback (1982).

52 Volgens een onderzoek, getiteld 'Kenmerken van overnames tussen Nederlandse ondernemingen', dat is uitgevoerd door de Erasmus Universiteit in opdracht van adviesbureau Reitsma en Wertheim, vinden overnemingen in Nederland voornamelijk plaats om bestaande produkt- en marktposities te versterken. Verbetering van de winst en verwerving van technologie zouden nauwelijks een rol spelen. In een vergelijkbaar onderzoek in Engeland kwam naar voren dat het verwerven van technologie juist een belangrijke reden kan zijn voor het plegen van een acquisitie. Opvallend is de belangstelling voor het verwerven van gereputeerde merken, zoals tot uitdrukking komt in de overneming door Unilever van Fabergé en Elizabeth Arden, de overneming van Kraft door Philip Morris en van Pillsbury door Grand Metropolitan. Vergelijk voorts de interesse voor merkfabrikanten als Bols, Verkade en bekende cognachuizen.

53 Vergelijk in dit verband het interessante proefschrift van Rydqvist (1986). De term 'islands of conscious power' is ontleend aan Coase (1937), p. 388. Zie voorts Stulz (1988). Een praktische illustratie kan worden gevonden in een uitspraak van Teulings, aandeelhouder in de Australische investeringsmaatschappij Normandy Resources, dat een bod heeft uitgebracht op de mijnbouwonderneming Poseidon: 'Normandy wil een 'working majority' hebben maar dat hoeft niet per se meer dan 50% te zijn. Als de rest van de aandelen verspreid is, kan 40% al praktisch gelijk zijn aan volledige controle. Zeker in Australië is dat heel gebruikelijk'. Ontleend aan Het Financieele Dagblad d.d. 8 februari 1989.

54 De Noorse aandeelhouder Hagen drong bij Nedlloyd sterk

aan op het afstoten van haar activiteiten in het weg- en luchttransport. Het bedrijf heeft zich nadien ontdaan van een aantal niet-kernactiviteiten, hetgeen ten minste enige invloed van het optreden van Hagen doet vermoeden. Carl Icahn, die een belang heeft van 16,6% in Texaco, liet in mei vorig jaar weten de resterende aandelen Texaco te willen kopen. Ook probeerde hij een zetel in de directie te verwerven. Texaco wilde niets weten van Icahns overnemingspoging. De laatste belaagde het management echter met wensen betreffende de bedrijfsvoering, tot ontzetting van het management. Een paar maanden geleden zijn partijen overeengekomen om de strijdbijl te begraven. Icahn heeft beloofd zich verder van inmenging en opruiing te onthouden in ruil voor een forse afkoopsom.

55 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 met de verwerving van een of meer zetels in de Raad van Commissarissen. Vergelijk in dit verband de poging tot vijandige oveneming vorig jaar 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 kruitdampen opgetrokken, is Mulder nog zelfstandig, en hebben de Van Mooks een vertegenwoordiging als commissaris. Nadien zijn overigens nog enkele andere commissarissen opgestapt.

Verwezen zij voorts naar de reeds in noot 54 vermelde affaire bij Texaco, waar Icahn was betrokken.

Andere afweerreacties bestaan in het terugkopen van aandelen door de onderneming, zoals Polaroid overwoog in haar strijd tegen een vijandige bieder, het stimuleren van aandelenbezit onder het personeel, of het opstellen van een plan tot herkapitalisatie, zoals bij Kraft in reactie op het bod door Philip Morris en bij Pillsbury in reactie op het bod van Grand Metropolitan.

Voor relevante literatuur zij verwezen naar Dann en DeAngelo (1983), Bradley en Rosenzweig (1986) en Pound (1988).

56 Amev heeft al langere tijd permanent preferente aandelen geplaatst bij de Münchener Rückversicherung. Inmiddels is nu ook sprake van een wederzijds belang van Amev en VSB, hetwelk vooruitloopt op een voorgenomen volledige samenwerking.

Voorts kunnen worden genoemd Volmac en Cap Gemini, Elsevier en Pearson. In landen als Duitsland en België is reeds van oudsher sprake van meer of minder vergaande 'cross-holdings' tussen ondernemingen.

57 Vermeldenswaard is het initiatief van vier partners – Nationale Nederlanden, Aegon, Philips-pensioenfonds en Amro Bank - om via hun op 5 oktober 1988 in het leven geroepen samenwerkingsverband Winterpalace aan de beurs genoteerde Nederlandse ondernemingen te willen gaan helpen in hun verzet tegen een onvriendelijke overneming. Zie verder Het Financieele Dagblad d.d. 6 oktober 1988.

58 Sommige financiële intermediairs leggen zich toe op de detectie van ondergewaardeerde ondernemingen. Aan het begin van dit jaar introduceerde Theodoor Gilissen Bankiers het Atlantic Fund, dat volgens Het Financieele Dagblad d.d. 18 januari 1989 beoogt te investeren in een beperkt aantal Amerikaanse aan de beurs genoteerde ondernemingen, waarvan de aantrekkelijkheid moet liggen in de onderwaardering door een gebrek aan imago en doorzichtigheid. Men speurt met name naar ondernemingen met een 'break up value', die aanzienlijk boven de beurswaarde ligt.

Een andere illustratie heeft betrekking op de Australische mijnbouwonderneming Poseidon, waarvan in noot 53 reeds sprake was. Aan hetzelfde kranteartikel ontlenen we: 'Poseidon is in trek omdat de mijnbouwonderneming belangrijke reserves aan goud en diamanten bezit en veel liquiditeiten in kas heeft. Daardoor ligt de intrinsieke waarde van de mijnbouwonderneming boven de beurswaarde'.

59 Vergelijk Comment en Jarrell, op. cit., p. 285. In een interview met Het Financieele Dagblad d.d. 10 maart 1989 stelt fusieadviseur Van Breda: 'Waar de onderhandelingen stranden moet de oorzaak meestal niet worden gezocht in de overnameprijs. Het zijn meer de verschillen in de aard van de hoofdrolspelers. Als de bestuurders van de aaneen te smeden bedrijven elkaar niet goed liggen, kun je 't vergeten.'

60 Vergelijk Moerland (1988).

61 Vergelijk Bradley en Rosenzweig, op. cit., p.1381.

62 Zie Comment en Jarrell, op. cit., p. 286.

63 Zie bijvoorbeeld Comment en Jarrell, op. cit., pp. 287-288.

64 Vergelijk Bradley en Rosenzweig, op. cit., pp. 1402-1407.

65 Vergelijk Pound (1987) en Jarrell en Poulson, op. cit.

66 Zie de literatuurverwijzing onder noot 8.

67 Vergelijk Comment en Jarrell, op. cit., p. 304.

68 Rapport van de Commissie Beschermingsconstructies, Amsterdam, 26 november 1987.

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

70 Vergelijk Glasz in NRC-Handelsblad d.d. 14 april 1988. Voor wat betreft de samenstelling van zo'n fusieraad gaan zijn gedachten uit naar 'onpartijdige (oud-)ondernemers'.

71 De eerder in de tekst geciteerde directievoorzitter van Nutricia, Van der Hagen, stelt blijkens Het Financieele Dagblad d.d. 15 februari 1989: 'Een bedrijf heeft bescherming nodig als het te laag gewaardeerd wordt'.(...) 'Toen Nutricia in 1966 naar de beurs ging, hebben we certificaten uitgegeven. Niet royeerbaar. Omwisseling tegen aandelen met stemrecht kan alleen als wij dat willen'.

72 De Europese Commissie heeft onlangs haar 'Voorstel voor een dertiende Richtlijn van de Raad betreffende het openbare aanbod tot aankoop of ruil' bekend gemaakt.

73 Vergelijk Het Financieele Dagblad d.d. 24-27 december 1988.