

Naar een nieuwe betaalvorm ingeval van buitenlandse overnames van vitale Nederlandse ondernemingen

Piet Duffhues

1 Inleiding

Overnames door buitenlandse ondernemingen creëren een extra dimensie aan het ondernemen. Niet langer zijn de investerings-/financieringsbeslissingen in handen van het eigen ondernemingsbestuur maar in die van een buitenlands ondernemingsbestuur. De nieuwe beslissers handelen volgens mogelijk afwijkende bedrijfseconomische kwaliteiten, inzichten en gebruiken waarbij de in het desbetreffende buitenland gangbare wettelijke en corporate governance-beginselen een rol van betekenis spelen. Er kan ook een geheel nieuwe dimensie aan dat beslissingsproces ontstaan namelijk wanneer het gaat om een andere valuta waarin wordt geïnvesteerd en/of gefinancierd. Hierdoor ontstaat een dichotomie tussen de nieuwe beslissers en de achterblijvers in Nederland. Dit kan leiden tot majeure externe effecten. Daaronder versta ik de verzameling van negatieve invloeden op de economische positie van andere stakeholders. De gewijzigde rendements-/risicostructuur is voor de overnemende partij intentioneel een superieure (anders was er geen bieding) maar deze impliceert voor de overgenomen partij een mogelijk disaster. De stakeholders van de target worden immers gemakkelijk geconfronteerd met allerlei reorganisatieprocessen die hun belangen zwaar kunnen schaden (vgl. Möller, 2017) en die op korte termijn worden veroorzaakt door de overname zelf. Bekend zijn de vele voorbeelden van ontslag voor soms grote aantallen werknemers. Ook leveranciers kunnen hun relatie met de verkochte onderneming onder druk gezet zien. Overheden beraden zich ook over de vraag of overnames van belangrijke Nederlandse ondernemingen door buitenlandse opkopers kan worden toegestaan. Vriendelijk uitgebrachte biedingen ontaarden in regelrechte overnamegevechten in vijandige tweederonde pogingen om een overnamedoel ('target') in te lijven. Al deze partijen vangen de externe effecten op

als deze optreden en dat kunnen er vele zijn met grote invloed op individuen, instellingen en overheden.

2 Academische literatuur

Bij overnames dringen zich op financieringsgebied twee vragen op. De eerste is op welke manier de geplande overname zal worden gefinancierd. De tweede vraag betreft de wijze van betaling aan de aandeelhouders van de over te nemen onderneming. Zo kunnen wanneer door de bidder vreemd vermogen wordt aangehouden de verkregen middelen in contanten worden doorgegeven. De betaling door de bidder kan behalve in contanten ook plaats vinden in uit te reiken aandelen van de bidder of een combinatie van deze twee. Deze tweede vraag is onderwerp van aandacht in deze bijdrage.

In de academische literatuur is de wijze van betalen (dus niet de wijze van financiering op de balans van de bidder) van overnames empirisch onderzocht o.a. in de uitvoerige studies van Martynova en Renneboog (2006, 2009). In de studie van 2009 wordt op basis van een unieke dataset van 1361 Europese overnames in 26 landen in de periode 1993-2001 vastgesteld dat een grote meerderheid van biedingen volledig in contanten is opgebouwd ('all cash offers'). In de resterende 37% speelt betaling in aandelen altijd wel een rol, vaak gefinancierd in een combinatie van externe financieringsbronnen. Daarbij gaat het om combinaties van vooral vreemd vermogen (70%) en in mindere mate eigen vermogen (30%). De keuze van de betaalvorm in eigen aandelen van de bidder is naar verwachting mede en vooral gebaseerd op de mate van onzekerheid over de ingeschatte waarde van de target-aandelen. Is die waarde zeer onzeker dan zal de equity-vorm voorrang krijgen. Dat is een gezond bedrijfseconomisch beginsel. Ook als het om een grote overnamesom gaat, is er voorkeur voor eigen aandelen als betaalvorm. Bij de keuze

van de betaalvorm speelt naar verwachting ook een rol de mate waarin de bestaande zeggenschapsstructuur in de onderneming van de bieder kan worden aangetaast door het toetreden van de nieuwkomers afkomstig van de target. Gaat het om een buitenlandse bieder dan is ook dan een betaling in 'all equity' niet snel te verwachten omdat de bieder minder bekend is in het land van de target tenzij er een notering van de aandelen van de bieder is. 'All equity offers' kunnen ook negatieve reacties van beleggers uitlokken als die worden geïnterpreteerd als een signaal dat de aandelen van de bieder zijn overgewaardeerd. Empirisch wordt dit bevestigd (Martynova & Renneboog, 2006, 2009).

3 Cash payments versus equity payments?

Er is in de gangbare situatie waarin cash payments domineren één type stakeholder die aan de nare gevolgen van een overname kan ontsnappen en dat is de aandeelhouder die zijn aandelen tegen contanten aanbiedt en verkoopt. Hij incasseert meestal een interessante premie boven de laatste notering van het aandeel op de beurs. Daarna is hij onmiddellijk vrij van elke verantwoordelijkheid en risico. Overige belanghebbenden kunnen volkomen eenzijdig te horen krijgen dat zij niet langer passen in de nieuwe rendements/risicostructuur van de overnemer. Een overname met cash payments aan de overgenomen aandeelhouders komt neer op het creëren van een majeure risicoherverdeling: risico's die de aandeelhouders van de target tot dat moment droegen worden zonder enig overleg afgewenteld op de overige stakeholders. Er ontbreekt een platform voor onderhandelingen. In een streng kapitalistisch systeem is dit usance. Een maatschappelijk georiënteerde onderneming die men in Nederland in het algemeen verkiest boven die van het rauwe kapitalistische model kan en mag dit echter niet accepteren en voor haar verantwoording nemen. Als de aandeelhouders van de target in contanten ('all cash') worden betaald voor hun verkocht aandeelbezit hebben deze daarna niets meer van doen met de ondernemingsresultaten van de buitenlandse bieder. Zij worden door de betalingswijze in die zin bevoorrecht boven de overige stakeholders die als werknemers, leveranciers, lokale en nationale overheid verbonden blijven aan het wel en wee van de onderneming. Deze constatering werpt een bijzonder licht op de gevolgen van een overname door een buitenlandse onderneming. Hierdoor is sprake van een risico-overheveling van de 'all cash'-ontvangende aandeelhouders naar alle overige stakeholders. Dit kan in eerste instantie worden vermeden door de target-aandeelhouders uitsluitend gewone aandelen als betaalinstrument aan te bieden ('all equity offer'). Doordat deze aandelen na een succesvol bod onderworpen zijn aan het risico van de overnemende onderneming blijven ook de target-aandeelhouders betrokken bij het wel en wee van de verkochte onderneming zij het als

deel van een groter geheel. Zij kunnen als zodanig in de toekomst verder profiteren van een succesvolle overname maar blijven risico lopen. Zij blijven betrokken. In de praktijk zijn 'all equity offers' echter niet populair noch bij de aandeelhouders van de bieder noch bij de target-aandeelhouders (o.a. Martina & Renneboog, 2006, 2009). Bovendien kunnen de aandelen van de bieder relatief snel worden verkocht waardoor de aandeelhouder toch zijn commitment met de nieuwe onderneming verliest. Als dat laatste niet wenselijk is kan men nog een stap verder gaan en de 'all equity'-aandelen die worden uitgereikt aan de target-aandeelhouders gedurende een vaste blokkadeperiode te binden aan de voorwaarde dat deze niet mogen worden verkocht noch direct noch indirect via gebruik van derivaten. De vaste blokkadeperiode moet zodanig worden gekozen dat de overnemende onderneming kan rapporteren hoe de verworven target onderneming is ingepast in de bestaande onderneming en met welke verdere perspectieven dat samen gaat. Hiertoe lijkt een termijn van twee à drie jaar voldoende.

De verkregen aandelen vormen in dit concept helaas een illiquide belegging die naar verwachting een belangrijke rem zal leggen op de bereidheid om de aandelen aan te melden. Het vertrouwen in de langetermijnkwaliteit van de bieder moet bijzonder groot zijn om deze illiquiditeit te kunnen accepteren. Een dergelijke voorwaarde is desondanks een gezonde zaak. Zij voorkomt de risk shifting waarvan hierboven sprake was. Bovendien is de vraag welke belegger niet zou willen beweren dat hij denkt op lange termijn zoals de samenleving ook van hem verwacht? De kortetermijnbeleggers die er natuurlijk ook zijn zullen worden uitgeschakeld omdat voor hen de blokkadeperiode prohibitief zal zijn. Mogelijk zal de overname als resultante van deze betaalvorm niet doorgaan doordat onvoldoende aandeelhouders hun stukken aanmelden. De externe effecten van een overname worden in dat geval voorkomen. De conclusie is dat een 'all equity offer' uitgerust met een forse blokkadeperiode uitwerkt als een extra beschermingsconstructie en als een zegen voor de partijen die slachtoffer kunnen worden van de eerder genoemde externe effecten. Tegelijk maakt een dergelijk bod de overname niet onmogelijk, wel moeilijker zodat voortreffelijke overnames van hoge kwaliteit toch doorgang kunnen vinden, hetgeen past bij het algemeen beleden efficiëncystreven in de meest brede zin. Invoering van een dergelijke nieuwe betaalvorm dient mijns inziens te worden overwogen door overheden op internationale schaal: het probleem van de externe effecten van buitenlandse overnames speelt namelijk in alle landen. De voorgestelde oplossing die in essentie een financiële innovatie van de kapitaalmarkt zou zijn zou diezelfde overheden een uitkomst bieden uit een spaagaat die het maken van een verantwoorde keuze in-

middels buitengewoon moeilijk heeft gemaakt. Het woord is dan ook aan juristen die deskundig zijn op het terrein van het ondernemingsrecht en de kapitaalmarktinnovaties om dit concept wettelijk mogelijk te maken en te verankeren, bij voorkeur internationaal. Dit zal zeker de nodige arbeid vergen.

4 De actualiteit

Op basis van het in paragraaf 3 verwoorde voorstel (zie ook Het Financieel Dagblad van 28 april; Duffhues, 2017) zou bidder PPG kunnen overwegen om haar mixed offer om te bouwen tot een 'all equity offer' met een blokkadeperiode van 3 jaar voor de oud-Akzo Nobel-aandeelhouders. PPG betaalt in deze gedachtengang dus in het geheel geen cash. Het eigen vermogen van PPG wordt uitgebreid met het bedrag van de koopsom van alle overgenomen aandelen. Daarmee voorkomt PPG dat zij mogelijk veel geld leent ter financiering van de overname en versterkt het concern zijn solvabiliteitspositie. Dit laatste is niet alleen aantrekkelijk voor de bestaande PPG-aandeelhouders maar ook voor de target-aandeelhouders die voortaan meedelen in de gang van zaken van de bidder na de overname. Door het aldus beperkt houden van de leverage-werking in de vermogensstructuur wordt het risico voor alle aandeelhouders (oude en nieuwe) ook binnen de perken gehouden. Dit verhoogt de aantrekkelijkheid voor de target-aandeelhouders.

Voor de target-aandeelhouders is het zaak de te verkrijgen PPG-aandelen te waarderen als een nieuwe belegging die de plaats inneemt van de bestaande belegging in Akzo Nobel-aandelen. Een belangrijk aspect zal daarbij zijn of een driejarig illiquide bezit aanvaardbaar is. De gedachte kan postvatten dat die illiquiditeit misschien minder zwaar weegt dan op het eerste gezicht lijkt. Niet vergeten moet immers worden dat beleggingen in infrastructurele werken, bos- en landbouwgronden alsook beleggingen in sommige minderheidsbeleggingen vaak ook illiquiditeit met zich meebrengen. Een belangrijk verschil is echter dat in het gedane voorstel van de nieuwe betaalvorm illiquiditeit wordt opgelegd. Daar staat tegenover dat deze beperking niet slechter is dan de illiquiditeit van de andere stakeholders die om hun toekomstige inkomstenstroom uit bijvoorbeeld arbeid, uit leveranties van goederen en diensten, en belastingen veilig te

stellen niet kunnen ontsnappen aan het nieuwe regime waarin zij terecht dreigen te komen. Uiteraard wordt door de (nieuwe) aandeelhouder van de bidder elk jaar wel een dividend ontvangen, althans als de bidder dat uitkeert op haar aandelen. Bovendien kan worden geprofitteerd van een gunstige gang van zaken en mogelijke koersontwikkeling van de bidder. Desinvestering is echter tijdelijk verboden zowel langs directe als langs indirecte weg. Dit aspect kan dermate zwaar wegen dat wordt afgezien van aanmelding van de aandelen aan de bidder. De overname gaat wanneer dit voldoende massaal wordt geconcludeerd niet door.

5 Slot

Een betaling in eigen aandelen van de bidder is zoals reeds werd opgemerkt niet populair noch bij de bidders noch bij de target aandeelhouders. De vraag kan daarom worden gesteld of er alternatieven zijn die de voorgestelde betaalvorm in belangrijke mate kunnen evenaren. Een drieluik van kenmerken zou daartoe moeten worden gezocht in een speurtocht naar een vervangende betaalvorm. Een alternatief is dan het betalen met niet-aflosbare achtergestelde obligaties die geen notering krijgen. De niet-aflosbare vorm kan eventueel ook worden vervangen door een grace period van bijvoorbeeld 5 jaar waarin niet wordt afgelost. De binding van de target aandeelhouder blijft ook dan in belangrijke mate aanwezig. Ook dan is de betaalvorm een financiële innovatie van de kapitaalmarkt. Voordeel voor de bidder is dat de rente op een dergelijke lening een fiscale aftrekpost is. Nadeel is dat de solvabiliteitspositie van de bidder minder positief wordt beïnvloed. Voor de target aandeelhouders is de rente een vaste inkomensbron, is er zicht op aflossing ingeval van een grace period van de obligatie en een hogere classificatie bij faillissement van de bidder ten opzichte van de aandeelhouders. ■

Dr. P.J.W. Duffhues is emeritus hoogleraar Ondernemingsfinanciering van Tilburg University.

Literatuur

- Duffhues, P. (2017). Zorg voor vertrouwen in plaats van bedenktijd bij overname van bedrijf. *Het Financieel Dagblad*, 28 april.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). Mergers and acquisitions in Europe. In L. Renneboog (ed.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, (chapter 2). Elsevier.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2009). What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems. Or the means of payment? *Journal of Corporate Finance*, 15(3): 290-315.
- Möller, G. (2017). Bij overname van bedrijven maakt belofte geen schuld. *Het Financieel Dagblad*, 6 mei.