

8 | Echte waardecreatie vereist meer dan een governance code

Hans Schenk

8.1. Inleiding

De onlangs onder voorzitterschap van Jaap van Manen herziene code corporate governance ‘says it all’, zou je kunnen beweren. Al meteen in de preambule wordt immers gemeld dat de code berust op het uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken belanghebbenden. De Code vervolgt met de constatering dat raden van bestuur en commissarissen deze belangen tegen elkaar moeten afwegen. De vennootschap wordt daarbij geacht te streven “naar het creëren van waarde op de lange termijn” (2016, p. 8).¹

In een tijd waarin allerwege gepleit wordt tegen korte termijngedrag, omdat zulk gedrag als een van de belangrijkste oorzaken van de Grote Financiële Crisis wordt gezien; in een tijd waarin sommigen menen dat ondernemingen zich te weinig aantrekken van dreigende klimaatproblemen, en werknemers nogal eens behandeld worden als een noodzakelijk kwaad dat men morgen liever kwijt dan rijk is, valt het pleidooi van Van Manen c.s. in goede aarde. Het roept bovendien herinneringen op aan al het goeds dat ooit werd toegeschreven aan het zogenoemde Rijnlandse model, al decennia geleden uitgevonden toen Europa dreigde te worden overvallen door het Angelsaksische aandeelhouderskapitalisme.²

Nu die Angelsaksische overval inmiddels grotendeels geslaagd is, is het een goede zaak dat Van Manen c.s. er nog eens op wijzen dat het in onze contreien om meer zou moeten gaan dan kortetermijnwinst voor beleggers. De Code gaat daarbij helaas impliciet uit van een voluntaristische gedachte, te weten dat bestuurders en commissarissen niet alleen in staat zijn om in volstrekte eigenstandigheid te bepalen wat het lange termijn belang van de onderneming is, maar ook om daar de facto eigenstandig invulling aan te geven. Er zijn namelijk voldoende aanwijzingen om te stellen dat bestuurders en commissarissen zich juist bij belangrijke beslissingen met onzekere uitkomst bovenmatig laten inspireren door het gedrag van andere ondernemingen, zodat er eerder sprake is van een gebrek aan originele wilsvorming en wilsbestemming.

1 *Monitoring Commissie Corporate Governance Code*, De Nederlandse corporate governance code, Den Haag 2016.

2 Zie P.A. Hall en D. Soskice, *Varieties of Capitalism*, Oxford: Oxford University Press 2001.

In deze bijdrage licht ik dit toe aan de hand van beslissingen met betrekking tot fusies en overnames (aangezien vrijwel al deze transacties feitelijk bestaan uit overnames laat ik in het kader van de leesbaarheid het woord fusies soms weg). Deze beslissingen leiden vaak, en gemiddeld, tot vernietiging in plaats van creatie van waarde, in eerste instantie van aandeelhouderswaarde, maar in het verlengde daarvan, en dat is ernstiger, ook tot vernietiging van maatschappelijke waarde. De bespreking laat zien, dat dit waardevernietigend gedrag onvermijdelijk is in een concurrentiesysteem dat gekarakteriseerd kan worden als een ‘small numbers game’, tenzij partijen door derden gedwongen worden zich te oriënteren op het lange termijn belang van hun handelen. In dit verband wordt stil gestaan bij de rol van de overheid. Ik zal betogen, dat overheden in ons systeem waardevernietigend fusie- en overnamegedrag niet ontmoedigen en deels zelfs aanmoedigen. De economische wetenschap kan in dat verband niet de handen in onschuld wassen. Het binnen deze wetenschap alomtegenwoordige methodologisch individualisme heeft overheden bij de regulering van overnames een rad voor ogen gedraaid.

Onder dergelijke condities kan het formuleren van een “visie op lange termijn waardecreatie” door het bestuur van de vennootschap, zoals door Van Manen c.s. bepleit (2016, p. 13), geen soelaas bieden. Om Kuttner (1996) te parafraseren: “When everything is for sale, the person who cares for the long run starts to feel like a sucker”.³

8.2. Fusies en overnames als antecedent

Aan fusies en overnames is de laatste twee decennia alleen al in de Verenigde Staten geregeld meer dan \$ 2000 miljard per jaar uitgegeven, dat wil zeggen: ruimschoots meer dan de circa \$ 1300 miljard die er gemiddeld geïnvesteerd werd in duurzame productiemiddelen (‘capital expenditures’) en véél meer – zo’n vijf tot tien keer meer – dan in speur- en ontwikkelingswerk (R&D).⁴ Het merendeel van de fusie- en overnameuitgaven komt voor rekening van de grootste, meestal beursgenoteerde ondernemingen. Tijdens pieken zitten we soms al in de buurt van 3000 miljard, en samen met de grootste Europese ondernemingen op wel 4500 miljard; in daljaren wordt er nog steeds zo’n 500 miljard aan overnames gespendeerd. Dat maakt fusie- en overnamebeslissingen tot de meest gewichtige in onze economieën (hetgeen vooral door macro-economen nogal eens over het hoofd wordt gezien).

Aangezien het hier investeringen betreft die, tenminste volgens de gangbare economische wetenschap, bedoeld zijn om reële rendementen te genereren, en

³ R. Kuttner, *Everything for sale*, Chicago: University of Chicago Press 1996; tevens C. Gay, ‘Reviews Section’, *Journal of Markets and Morality* 2001, 4 (1), p. 145-150.

⁴ US Census Bureau: [census.gov/library/publications/2017/econ/2017-csr.html](https://www.census.gov/library/publications/2017/econ/2017-csr.html) 2017; National Science Foundation, *InfoBrief NCSES* 2016, 16-315; Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances, New York/Wenen/Zürich/Ho Chi Minh Stad: [imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/](https://www.imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/).

die tevens de organisatorische vormgeving van onze economieën voor decennia vastleggen, zijn het bij uitstek deze investeringen die een belangrijke rol spelen in de waardecreatie van economieën. Waar Zingales (2017) in een recente bijdrage de overvloed aan overnames vooral betreft op de politieke macht die bedrijven ermee vergaren, hetgeen eveneens door voormalig minister Reich (2016) wordt beklemtoond, is het van groot belang om ook het bedrijfseconomisch effectonderzoek in lange termijn beschouwingen te betrekken.⁵

Dat is vooral van belang omdat zo veel fusies en overnames mislukken. Toen wij begin jaren negentig van de vorige eeuw met onze eerste berekeningen op de proppen kwamen, werd daar nogal afwerend op gereageerd ('dit kán niet waar zijn'), maar inmiddels is er geen serieuze consultant of financieel journalist meer te vinden die zal beweren dat de meeste fusies en overnames slagen. Er is echter meer aan de hand dan een hoog faalpercentage. Het hoge faalpercentage lijkt namelijk geen kwestie te zijn van onvoldoende efficiënt of onvoldoende capabel bestuur. Dat valt tenminste af te leiden uit twee empirische bevindingen: (a) de faalpercentages zijn structureel; en (b) sequentiële fusies of overnames hebben geen afwijkende prestatiestatistiek.

Met structureel wordt bedoeld dat fusies en overnames al zolang er effecten gemeten worden in grote meerderheid als falend uit de bus komen. De effectmetingen kwamen pas goed op gang nadat de techniek van 'event studies' was ontwikkeld, met rudimentaire aanzetten in de jaren dertig van de vorige eeuw, en geavanceerde verfijningen in de jaren zeventig.⁶ Fusies en overnames uit eerdere periodes zijn toen ook retrospectief onderzocht. Over de meer dan honderd betrouwbare studies die inmiddels zijn gepubliceerd kan samenvattend het volgende gezegd worden: fusies en overnames zijn in grote meerderheid niet in staat om de aandeelhouderswaarde van de betalende partij te verhogen; in een aanzienlijke deel van de gevallen wordt aandeelhouderswaarde vernietigd, rond het 'event' (meestal de aankondiging van de fusie of overname) nog nauwelijks (economisch) significant, maar na verloop van tijd steeds sterker, tot wel zo'n 15% na een jaar of acht.⁷ Studies die zich gericht hebben op het in kaart brengen van de effecten op reële prestatie-indicatoren, zoals productiviteit, winstgevendheid, marktaandeel-groei en innovativiteit, komen tot soortgelijke conclusies. Zo blijven fuserende bedrijven op echt lange termijn, te weten ongeveer dertig jaren, qua winstgevendheid circa 17% achter bij de 'counterfactual' (zie voetnoot 6). Aangezien de meeste fusies en overnames optreden tijdens zogenoemde fusiegolven – waarvan we er, tenminste voor de Verenigde Staten, tussen 1900 en 2010 zes duidelijk kunnen

5 L. Zingales, 'Towards a Political Theory of the Firm', *Journal of Economic Perspectives* 2017, 31 (3), p. 113-130; R.B. Reich, *Saving Capitalism*, New York: Vintage 2016.

6 A.C. MacKinlay, 'Event Studies in Economics and Finance', *Journal of Economic Literature* 1997, 35 (1), p. 13-39. Essentieel is, dat in deze studies de gemeten effecten worden vergeleken met de zogenoemde 'counterfactual', dat wil zeggen met de waarden die gevonden zouden zijn indien de onderzochte ondernemingen niet zouden zijn overgegaan tot de betreffende fusies of overnames.

7 Zie voor gedetailleerde besprekingen: H. Schenk, 'Mergers and Concentration Policy', in: P. Bianchi en S. Labory (red.), *International Handbook of Industrial Policy*, Cheltenham: Edward Elgar 2006, p. 153-179.

detecteren – gelden de bevindingen het sterkst voor deze piekperiodes. Fusies en overnames die tot stand komen tussen de pieken in scores minder slecht, terwijl de faalkans groeit met het toenemen van de overname-incidentie tijdens een golf.

Het keer op keer systematisch falen van fusies en overnames leidt al gauw tot de conclusie dat bedrijven niet bij machte zijn om te leren van de ervaring (hetgeen consultants in de comfortabele gelegenheid stelt om hun expertise te adverteren). Maar eerder kan op grond van de empirische statistiek vermoed worden dat de ervaring er niet echt toe doet: aangenomen moet worden dat bedrijven wel degelijk doordrongen zijn van de hoge faalkans – de studies waarnaar verwezen is zijn immers ruim beschikbaar – maar ze besluiten om de een of andere reden daaraan voorbij te gaan in hun eigen handelen. Dit vermoeden wordt gesterkt door de tweede hierboven bedoelde bevinding: ondernemingen die een succesvolle fusie of overname laten volgen door een of meer andere, scoren daarbij niet beter dan ondernemingen die voor het eerst een fusie of overname op touw zetten. Kennelijk bestaat er dus niet zoiets als superieur fusie/overnamemanagement. Het is dus evenmin zo, dat sommige ondernemingen het stelselmatig goed doen en andere ondernemingen hen proberen bij te benen door eveneens hun toevlucht te zoeken tot fusies en overnames. Bovendien is de waardesom van slagende en mislukkende overnames negatief. Daardoor kan niet beweerd worden dat het falen van overnames de prijs is die een economie nu eenmaal moet betalen in het kader van maatschappelijke waardecreatie. Omdat overnames periodiek toch met groot enthousiasme worden onthaald is het van groot belang om te begrijpen wat hier eigenlijk aan de hand is.

8.3. Besluitvorming onder oligopoloïde condities

Het fusie- en overnamefenomeen wordt gedragen door grote, veelal beursgenoteerde ondernemingen. Vrijwel al deze ondernemingen opereren in situaties die gedomineerd worden door een slechts beperkt aantal ondernemingen (zeg een tiental, vaak minder).⁸ De implicatie hiervan is, dat de spelers voldoende groot zijn om de omgeving van andere spelers merkbaar te beïnvloeden. De moderne, grote ondernemingen zijn daardoor strategisch interdependent. Voor de betrokken ondernemingen blijft het echter tot op zekere hoogte ongewis wat de andere precies in het schild voeren. Er bestaat dus ook strategische onzekerheid. Bovendien is doorgaans niet precies (en soms zelfs in het geheel niet) bekend, welke opbrengsten de spelers aan bepaalde acties overhouden: ofschoon alle spelers (behoren te) weten dat overnames in grote meerderheid negatief uitpakken, is het altijd mogelijk dat een specifieke overname positief scoort. Verstandige spelers proberen daar rekening

⁸ Zo worden tenminste de volgende markten wereldwijd gedomineerd door slechts enkele bedrijven: alcoholische dranken, aluminium, auto's, banden, benzine, blikjes, blue jeans, computers, elektrische huishoudelijke artikelen, explosieven, glasplaten, koper, kopieermachines, landbouwmachines, locomotieven en spoorwegwagens, media, multiplex, naaimachines, polshorloges, sigaretten, smartphones, software, sportschoenen, staal, stoomturbines, synthetische vezels, telefoontoestellen, verven, vliegtuigen, voedingsmiddelen (supermarkten), wasmiddelen.

mee te houden, en sommige proberen deze interdependentie te gebruiken, bijvoorbeeld om bepaalde spelers tot acties te verleiden die zij anders niet ondernomen zouden hebben, of juist door acties te ondernemen die voorkomen dat bepaalde spelers voorgenomen acties kunnen doorzetten (men spreekt in bridgetermen wel van ‘pre-emptive moves’).

Concurrentie in oligopolloïde markten heeft veel weg van een spel, en is dan ook veelvuldig met behulp van de moderne speltheorie geanalyseerd. In het overname-spel staat centraal hoe ondernemingen C, D, etc. (verder aangegeven als C, n, waarbij n klein is), zullen reageren op een overname van B die wordt gedaan door A. Stel, dat het C, n niet met zekerheid bekend is waarom A die overname doet, welke de opbrengsten daarvan zullen zijn, en welke gevolgen een en ander voor henzelf heeft. Toch moeten zij zich, gelet op de genoemde interdependentie, afvragen of zij deze actie moeten beantwoorden, en zo ja, hoe. Zelfs zonder dat A al een overname heeft aangekondigd, zullen C, n zich dit moeten afvragen. Hetzelfde geldt uiteraard voor A, zodat bedrijven een complex besluitvormingsprobleem hebben op te lossen: A moet zich rekenschap geven van de (mogelijke) acties van C, die weer rekening moet houden met A, terwijl A zich dit realiseert, maar C zich ook realiseert dat A zich dat realiseert, etc. Tot welke uitkomst zal zo een spel leiden?

In hun intern-gedragstheorie van de onderneming postuleerden Cyert en March (1963) dat ondernemingen in het zicht van ingewikkelde problemen niet anders kunnen doen dan gebruikmaken van gestandaardiseerde procedures en algemeen aanvaarde gebruiken en vuistregels, oftewel routines. Pas dertig jaar later (inmiddels was duidelijk dat hun ideeën brede weerklank hadden gevonden buiten de gangbare, neoklassieke economie) werden deze routines in een nieuwe editie van het oorspronkelijke werk nader geduid. Waar aanvankelijk nog werd uitgegaan van een systematisch zoekproces waarin ondernemingen economisch onbevredigende oplossingen wgstrepen totdat een bevredigende is gevonden, werd nu gesteld dat keuzes vooral worden gemaakt op basis van “the logic of appropriateness, obligation, identity, duty, and rules” (Cyert & March 1992, p. 230).⁹ Het lijkt erop, dat ondernemingen vooral kiezen voor ‘gemakkelijke’ oplossingen waarvan zij hebben geleerd dat ze een antwoord zijn op de zojuist genoemde modaliteiten van het beslisproces.

In speltheoretische termen is het beschreven overnamespel te betitelen als een simultaan spel. Iedere speler neemt een beslissing zonder dat hij heeft kunnen observeren wat de andere heeft besloten. In het gegeven geval van meer spelers en onbekende opbrengsten is het vrijwel onmogelijk om een ideale actielijn uit te zetten. Daarom ligt het voor de hand dat ondernemingen als het ware zullen trachten het spel te vereenvoudigen. Dat kan het meest effectief door het te transformeren in een sequentieel spel, dat wil zeggen een spel waarbij de spelers

⁹ R.M. Cyert en J.G. March, *A Behavioral Theory of the Firm*, Cambridge, MA: Blackwell 1963/1992.

achtereenvolgens actie ondernemen. Ze wachten dan totdat een van de spelers de eerste zet heeft gedaan, en reageren er vervolgens op. Aan de hand van het werk van Tversky en Kahneman (1981) en Dietrich en Schenk (1995) kan de aard van hun reactie worden vormgegeven als een minimax-spijtspel.¹⁰ Daarbij stellen bestuurders zich voor dat ze in feite met twee opties te maken hebben:

1. Stel, dat de overname van B door A succesvol zal blijken (de kans daarop is, gegeven de empirisch geobserveerde faalkans klein, maar niet nul) maar dat we daar niet op hebben gereageerd. In dat geval zal A een concurrentievoordeel hebben gecreëerd (in de literatuur wordt gesproken van een 'first mover advantage'). Achteraf betreuren we dan dat we A de kans heb gegund om zo een concurrentievoordeel op te bouwen. Ware het niet beter geweest als we waren meegegaan?
2. Stel, dat de overname van B door A niet succesvol zal blijken, maar dat we hebben gereageerd door eveneens het overnamepad op te gaan. Gelet op de empirisch geobserveerde faalkans is de kans groot dat onze overname evenmin succesvol is. In dat geval betreuren we dat we ons door de strategische interdependentie tussen A en onszelf hebben laten verleiden mee te gaan. Ware het niet beter geweest als we niet waren meegegaan?

Achteraf is voor C, *n* duidelijk wat zij hadden moeten doen. Maar zij moeten een beslissing nemen voordat de effecten van de beslissing van A duidelijk zijn, en in pre-emptieve zin zelfs voordat A de beslissing heeft genomen. Sinds Tversky en Kahneman weten we, dat besluitvormers zich vaak risicomijdend gedragen indien het probleem dat zij moeten oplossen bestaat uit een keuze tussen alternatieven die opbrengsten genereren, en juist risico nemen indien de inzet verliezen betreft. Zij leiden hieruit af, dat beslissers een toename van verliezen zwaarder vinden wegen dan een nominaal gelijke toename van opbrengsten. Beslissers zullen dus verhoudingsgewijs hogere prioriteit geven aan het voorkomen van verliezen. Gecombineerd met het gedachtegoed van Cyert en March leidt dit tot de propositie dat routines relatief sterk neigen naar wat 'loss aversion' wordt genoemd. De beslisser is dan bezorgd om de spijt die hij zal voelen als blijkt dat de resultaten van een gekozen actie negatief afwijken van een actie die hij ook gekozen zou kunnen hebben. Indien de beslisser het risico op spijt wil minimaliseren, dan zal hij de verwachte waarde van bepaalde acties wegen met een bepaalde factor, die spijtfactor genoemd wordt.

Nemen we nu aan, dat de spijt die C, *n* voelen bij optie 1 gelijk staat aan *x* en dat deze spijt bij optie 2 gelijk staat aan *y*. Indien $x > y$, en C, *n* lage spijt boven hoge spijt prefereren, dan zullen zij optie 2 prefereren boven optie 1. De vraag is dus of *x* daadwerkelijk groter is dan *y*. Dat is plausibel. In het eerste geval lopen C, *n* aan tegen een concurrentie-achterstand die alsnog gepareerd zal moeten worden, met

10 A. Tversky en D. Kahneman, 'The Framing of Decisions and the Psychology of Choice', *Science* 1981, 211 (30 January), p. 453-458; M. Dietrich en H. Schenk, Co-Ordination Benefits, Lock-In, and Strategy Bias, *Management Report* 220, Rotterdam: Rotterdam School of Management, Erasmus University Rotterdam 1995.

kosten die waarschijnlijk oplopen met de duur van de periode waarin reacties uitblijven. In het tweede geval zullen bedrijven hun spijt kunnen delen – gedeelde smart is halve smart. Zij kunnen zich verweren tegen kritiek achteraf door erop te wijzen dat ze slechts deden wat opportuun leek, dat ook andere ondernemingen dit deden (en deze deden het omdat andere ondernemingen het eveneens deden). Voor dit gedrag is de term ‘minimax-spijtgedrag’ geïntroduceerd: uit een spijtverzameling kiezen ondernemingen de optie waarbij de hoogste spijt het laagst is.

Het is niet moeilijk in te zien waartoe de minimax-spijtrationaliteit leidt, namelijk een steeds sterker aanzwellende golf aan overnames nadat deze eenmaal – om welke ultieme reden(en) dan ook – door de actie van een ‘first mover’ op gang is gekomen. Veelal zal hierbij sprake zijn van barometrisch leiderschap. Dan fungeren verschillende bedrijven afwisselend als initiator c.q. ‘first mover’.

Het is van belang om op te merken dat dit type imitatie strategisch rationeel is: gegeven de situatie is het verstandig om voor optie 2 te kiezen. Economisch rationeel is het echter zeker niet, althans wanneer deze rationaliteit gedefinieerd wordt volgens de gangbare theorie waarin acties slechts als rationeel worden betiteld als ze leiden tot economisch gewin. De implicatie is dat ondernemingen gevangen kunnen raken in een strategisch interactiespel dat van kwaad tot erger leidt. Overnames worden onder deze condities een vanzelfsprekende reactie op overnames door concurrenten, ze worden ‘normaal’, ook al weten partijen dat de kans op succes klein is.

Ook voor ondernemingen die geen minimax-spijtstrategie volgen is het, in ieder geval voor zover zij beursgenoteerd zijn, een strategisch rationele keuze om deel te gaan nemen aan een zich ontwikkelende overnamegolf. De kans dat zij zelf doelwit worden van een overname neemt immers parallel aan het wassen van de golf toe. Indien zij zich daartegen willen verdedigen rest slechts het verwerven van omvang. De enige effectieve barrière tegen overname is immers, zo blijkt uit de literatuur, gelegen in relatieve omvang en niet in relatief hoge efficiëntie of winstgevendheid, zoals soms nog wel gesteld wordt. Daarmee worden ook perverse overnames geïntroduceerd, dat wil zeggen overnames die direct contradictoir zijn aan de gangbare overnametheorie – de zogenoemde ‘theory of the market for corporate control’ (Marris 1964).¹¹ Ik kom later nog op deze theorie terug.

De intensiteit van de overnamegolf, en daarmee het zichzelf versterkend effect, wordt door de defensieve-cum-perverse overnames slechts sterker. Uiteindelijk keert de wal het schip, dat wil in dit verband zeggen: door het uitblijven van waardecreatie, of zelfs het optreden van waardevernietiging, komt er een moment dat verdere overnames niet meer financieerbaar zijn.

11 R. Marris, *The Economic Theory of ‘Managerial’ Capitalism*, London: Macmillan 1964.

Tot slot zij erop gewezen, dat in het bovenstaande impliciet is uitgegaan van ondernemingen die elkaars concurrent zijn. Dit hoeft niet per se te worden begrepen als concurrenten op de markt voor goederen en diensten. Beursgenoteerde bedrijven zijn namelijk ook elkaars concurrenten op de beurs, zij vechten om de gunst van beleggers, ook als zij geen marktconcurrenten van elkaar zijn. Gedurende de laatste decennia zijn bestuurders en beleggers steeds nauwer met elkaar verbonden geraakt. Dat heeft te maken met de toenemende concentratie onder beleggers, met de financialisering van de economie en de daarmee samenhangende opkomst van een hele industrie die zich focust op de beurswaarde van ondernemingen, en met de explosief toegenomen afhankelijkheid van bestuurdersbeloningen van de beurswaarde van de door hen geleide onderneming. Door de directe betrokkenheid van de beurs wordt het strategisch interdependente karakter van de omgeving waarin ondernemingen opereren alleen maar complexer.

Pleidooien als die van Van Manen c.s. zijn daarmee gedoemd een gratuite letter te worden indien zij niet worden ondersteund door optreden van onafhankelijke arbiters dat de overnamemotoriek ontdoet van zijn dolgedraaide karakter.

8.4. Regulering van fusies en overnames

Als grote, beursgenoteerde ondernemingen niets in de weg wordt gelegd, of als zij zich niet kunnen of mogen verdedigen tegen overnames, dan zijn waardevernietigende overnames dus onderdeel van de normale gang van zaken in het bedrijfsleven. Op de keper beschouwd is dat tragisch voor de betrokken ondernemingen zelf, maar het is vooral tragisch omdat een en ander grote maatschappelijke kosten met zich meebrengt.

In de eerste plaats is sprake van een enorme verkwisting van middelen die ook ingezet hadden kunnen worden voor het realiseren van productieve doelen. De alternativiteitskosten van het normale fusie- en overnameproces zijn daarmee zeer hoog. In de tweede plaats dragen overnamegolven vermoedelijk flink bij aan het ontstaan van recessies. In beginsel is een recessie immers te zien als een stagnatie in het proces van maatschappelijke waardecreatie. Nadat ondernemingen worden geconfronteerd met het uitblijven van reëel rendement op hun investeringen zullen zij overgaan tot temporisering van hun investeringen, tot rationalisaties en bezuinigingen. Daarmee stagneert het proces van waardecreatie op ondernemingsniveau, maar omdat vele omvangrijke ondernemingen op grote schaal, en min of meer gelijktijdig, zijn terecht gekomen in dezelfde situatie, tellen hun bezuinigingen op tot macro-economische stagnatie. De lasten daarvan worden gedragen door de maatschappij, in casu door werknemers via bezuinigingen op hun arbeidsvoorwaarden en ontslagen, en door de belastingbetaler. Wanneer de overnamegolf gefinancierd is met allerlei speculatieve financiële producten, zoals bij de overnamegolven van 1927 en 2003 het geval was, dan kan dit bovendien leiden tot een omvangrijke herverdeling van rijkdom van arm naar rijk, zeker als de overheid zich

genoodzaakt ziet in te grijpen om te voorkomen dat cruciale onderdelen van het economisch systeem (banken) ten onder gaan. Er zijn dus vele redenen aanwezig om te trachten te voorkomen dat grote, veelal beursgenoteerde ondernemingen periodiek vervallen in een overname-euforie die heel misschien de kortetermijnbelangen van sommige betrokkenen dient (zoals bepaalde categorieën van beleggers en investeringsbanken), maar zeker lange termijn belangen frustreert.

Het is daarom betreurenswaardig, dat het overheidsbeleid, zowel in de Verenigde Staten als in de EU, al enkele decennia tracht om de overnamemarkt fluïder te maken in plaats van deze aan banden te leggen. Zo is in 2004 in Europa de 13^e Richtlijn inzake het openbaar overnamebod gepubliceerd. Deze richtlijn heeft tot doel het gemakkelijker te maken om ondernemingen tegen de wens van het zittende bestuur over te nemen (vijandige of niet-geïnviteerde overnames). Alhoewel deze richtlijn aanzienlijk zwakker is dan oorspronkelijk de bedoeling was van toenmalig eurocommissaris Bolkestein, strekt zij tot het zoveel mogelijk beperken van constructies die ondernemingen kunnen invoeren om ongewenste bidders buiten de deur te houden. De momenteel lopende revisie van deze richtlijn honoreert nog steeds dit voornemen (Schenk 2016).¹² De richtlijn is gebaseerd op de eerdergenoemde ‘theory of the market for corporate control’ (in het Nederlands wel aangeduid als de theorie van de markt voor bestuurstitels), die poneert dat overnames ten principale strekken tot het verbeteren van de prestaties van de doelwitonderneming en dat beschermingsconstructies vooral strekken tot bescherming van het zittende bestuur tegen positieverlies. Het bestaan van een latente overnamedreiging zou het zittende bestuur, aldus deze theorie, aanzetten tot maximale inspanningen om waarde te creëren. Uit het beschikbare onderzoek blijkt evenwel, dat vijandige overnames zich vooral richten op ondernemingen die beter presteren dan overigens het geval is in hun bedrijfstak. Daarmee is niet gezegd, dat zij niet nog beter zouden kunnen presteren, maar gelet op de eerder gememoreerde effectstudies is dat wel onwaarschijnlijk. Evenmin is hiermee gezegd dat zittende bestuurders nooit gebruik zouden maken van de mogelijkheden die beschermingsconstructies bieden om hen in het zadel te houden. Maar dergelijke constructies bieden in ieder geval de ruimte om zorgvuldiger te analyseren of verandering van bestuurstitels tot waardecreatie kan leiden dan tijdens periodes van overname-euforie doorgaans het geval is.

In dat licht beschouwd zijn recente pleidooien voor het invoeren van bedenktijd, zoals begin 2017 door onder anderen Minister van Economische Zaken Henk Kamp gedaan, zonder meer gerechtvaardigd. Beschermingsconstructies en bedenktijden ontdoen de overnamemarkt voor een belangrijk deel van zijn minimax-spijtkarakter waarmee de angel deels uit het betreffende overnamespel gehaald wordt.

12 H. Schenk, ‘The Takeover Directive’s flawed economics jeopardises our wealth’, in: J. Cremers en S. Vitols (red.), *Takeovers with or without worker voice*, Brussels: ETUI 2016, p. 49-68.

De pleidooien van Van Manen c.s. geven in dit opzicht natuurlijk de nodige rugdekking omdat zij benadrukken dat het de verantwoordelijkheid is van zittende bestuurders en commissarissen om in de bedoelde analyse vooral oog te hebben voor het lange termijn belang van de onderneming en de daarbij betrokken belanghebbenden. In aanvulling daarop zou het wenselijk zijn als werknemers via hun vertegenwoordigers in de Ondernemingsraad en/of via de vakverenigingen een belangrijkere stem in het kapittel zouden krijgen dan momenteel het geval is (of in de nieuwe Code wordt aangestipt). In de moderne onderneming zijn immers vooral werknemers belanghebbend bij duurzame voortzetting van de onderneming, in ieder geval meer dan het geval is voor beleggers.

Hierbij zij aangetekend, dat de recente pleidooien voor het invoeren van een bedenktijd alleen bedoeld zijn voor de genoemde vijandige overnames. Vanwege de hoge maatschappelijke kosten die gepaard gaan met overnames als zodanig zou zo een bedenktijd echter niet beperkt moeten worden tot vijandige overnames (indien überhaupt al vastgesteld zou kunnen worden wanneer een overname betiteld moet worden als vijandig). Hij zou gelet op de eigendynamiek van het fenomeen bovendien verplicht moeten zijn.

De tweede pilaar van de regulering van fusies en overnames wordt gevormd door het concentratietoezicht, in Europa vastgelegd in de in 2004 aangepaste Merger Control Regulation uit 1989. Afhankelijk van hun omvang en de mate waarin ze grensoverschrijdend actief zijn, moeten bedrijven in dit kader van de Europese Commissie toestemming verkrijgen voor fusies en overnames. Sedert de invoering van het concentratietoezicht heeft de Europese Commissie ongeveer 6500 overnames beoordeeld. De toezichthouder analyseert echter slechts de mogelijke gevolgen van de overname voor de mededinging, bekijkt met andere woorden slechts de kans dat de fusie-onderneming op de markt misbruik zal kunnen maken van de verworven machtspositie. Omdat dergelijke effecten ex ante bijzonder moeilijk zijn te taxeren is het niet verbazingwekkend dat slechts een paar dozijn overnames zijn verboden (in eerste instantie; nadat betrokken bedrijven zich tot de rechter hadden gewend zijn er daarvan nog minder overgebleven).

In het kader van deze bijdrage is echter van groter belang dat effecten op het algemeen belang niet worden getoetst. Oorspronkelijk was dit, zoals Dankbaar en Schenk (2017) memoreren, heel anders bedoeld.¹³ Het concentratietoezicht zoals dat in de Verenigde Staten tot ontwikkeling kwam, werd geleid door de gedachte dat grote ondernemingen een ongewenst grote maatschappelijke macht konden opbouwen en daarmee een bedreiging konden vormen voor de democratie. Juist omdat die grote ondernemingen er toch zijn gekomen, wees de toen invloedrijke econoom John Kenneth Galbraith in de jaren vijftig op het belang van ‘countervailing power’: sterke vakbonden, organisaties van het midden- en kleinbedrijf en

¹³ B. Dankbaar en H. Schenk, ‘Maatschappelijk toezicht op overnames dringend gewenst’, *Economisch Statistische Berichten* 2017, 102 (4751), p. 330-333.

andere maatschappelijke organisaties, die in economie en politiek de nodige tegenmacht konden vormen. De overheid moest dergelijke tegenmachts steunen om de democratie te verstevigen. Ook in Europa was de discussie aanvankelijk geïnspireerd door grotere dan slechts mededingingsbelangen. Zo memoreert Schwartz (1993) dat sociale factoren, effecten op de werkgelegenheid, industriepolitieke belangen, en effecten op de regionale economie bovenaan de agenda stonden.¹⁴ Gaandeweg verdween het maatschappelijk belang onder invloed van de neoklassieke micro-economie van de agenda en werd het concentratietoezicht uitsluitend gericht op het consumentenbelang.

Gelet op de hoge maatschappelijke kosten is het nu hoog tijd dat het concentratietoezicht zodanig wordt aangepast dat het bescherming biedt tegen minmaxspijtgeïnspireerde en perverse overnames, door overnames niet of niet uitsluitend, te onderwerpen aan een consumententoets maar (ook) aan een bedrijfseconomische efficiëntietoets en een toets op maatschappelijke wenselijkheid. Dewey (1996) en Mueller (1997) hebben gesuggereerd dat de bepleite bedrijfseconomische efficiëntietoets zou kunnen gelden voor alle overnames die op touw worden gezet door ondernemingen die groot genoeg zijn om de *Fortune* 500 te halen of voor overnames van ten minste \$ 600 miljoen.¹⁵ Dat lijken ook vandaag de dag verstandige drempels. Kleinere overnames, die immers geen systemisch maatschappelijk effect hebben, zouden geheel buiten beschouwing kunnen worden gelaten opdat de toezichhouders zich kunnen focussen op de overnames die er maatschappelijk echt toe doen. De bredere maatschappelijke wenselijkheid van fusies en overnames zou getoetst kunnen worden door gebruik te maken van de tegenwoordig frequent door organisaties als Dow Jones en Sustainalytics gepubliceerde scores van grote ondernemingen op de zogenoemde ESG (Environmental, Social and Governance) criteria.

8.5. Besluit

De pleidooien van Van Manen c.s. in de nieuwe corporate governance code om vennootschappen meer rekening te laten houden met de modaliteiten van lange termijn waardecreatie zijn sympathiek, maar zonder verdere actie valt te vrezen dat ze weinig zoden aan de dijk zullen zetten.

Dat komt vooral doordat de creatie van waarde in de wielen wordt gereden door 'normale' fusie- en overname-investeringen. Deze investeringen zijn zo omvangrijk dat ze economieën kunnen maken of breken. Omdat ze in grote meerderheid mislukken is vooral het laatste actueel: ze leiden tot grootschalige verkwisting van

14 E. Schwartz, 'Politics as Usual: The History of European Community Merger Control', *Yale Journal of International Law* 1993, 18 (2), p. 607-652.

15 D. Dewey, 'Merger Policy Greatly Simplified: Building on Keyes', *Review of Industrial Organization* 1996, 11, p. 395-400; D.C. Mueller, 'Merger Policy in the United States: A Reconsideration', *Review of Industrial Organization* 1997, 12, p. 655-685.

middelen en tot hoge maatschappelijke kosten. Daarom is het noodzakelijk dat bedrijven tegen zichzelf in bescherming worden genomen. Daartoe moeten onder bepaalde voorwaarden beschermingsconstructies worden toegestaan of zelfs aangemoedigd, en moeten voorstellen om bedenktijden in te voeren worden ondersteund – niet alleen voor vijandige overnames maar voor alle overnames die de maatschappij op hoge kosten kunnen jagen, te weten systemisch relevante overnames. Daarnaast is het hoog tijd dat het concentratietoezicht wordt ontdaan van zijn exclusief neoklassieke signatuur door een bedrijfseconomische efficiëntietoets in te voeren voor fusies en overnames die louter zijn geïnspireerd door de minimax-spijtrationale. Tevens is het maatschappelijk urgent dat zo een toets wordt aangevuld met een bredere toets op maatschappelijke effecten, in het bijzonder ESG-effecten.