

## “...Ongevraagde bieding maatschappelijk gewenst...”

9 mei 2017

*Door Peter Nethe\**

Nederlandse bestuurders, commissarissen, vakbonden, werkgeversorganisaties en politici ontfermen zich momenteel en masse over ons vermeende ‘nationale erfgoed’; zijnde het beursgenoteerde bedrijfsleven. Directe aanleiding vormt de ongevraagde interesse van twee buitenlandse partijen in de activiteiten van Unilever en AkzoNobel. Alle reeds toegestane beschermingsconstructies dienen in ‘het belang van de vennootschap’ en alle daarbij betrokken ‘stakeholders’ nog eens zorgvuldig tegen het daglicht te worden gehouden. Mocht dit eventueel maatschappelijk gewenst zijn dan worden verplichte additionele wettelijke maatregelen niet uitgesloten. De BV Nederland loopt gevaar en dient nog beter beschermd te worden.

Althans dit is het beeld wat men de Nederlandse samenleving via de media wil doen laten geloven. Ruimte voor enige nuancering lijkt niet geboden, laat staan kritische kanttekeningen getolereerd. De opgelegde ‘voertaal’ is Nederlands, internationale ‘event-driven’ hedgefund managers worden weggezet als hijgerige korte termijn ‘\$shareholders’ en de potentiële terugkeer van de ‘dutch discount’ - een gemiddeld lagere waardering ter beurze van Nederlandse ondernemingen als gevolg van het ontbreken van een kans op een bestuursonvriendelijke overnamepremie - gelabeld als ‘apekool’.

Ondertussen lijkt het aan de RvC om te bepalen op welk moment zij met welke opponent zij in gesprek wenst te gaan, welke aandeelhouder welke vragen aan het bestuur mogen stellen en welke leden deze mogen beantwoorden. Immers, wij zijn natuurlijk geen ‘gekke Henkie’ die het Nederlandse bedrijfsleven – van strategisch belang - voor een appel en een ei wenst te verkwanselen aan de eerste de beste buitenlandse ‘jager’. Deze partijen zoeken hun jachtterrein maar elders. ‘De Prooi’ ligt kennelijk nog vers in het collectieve geheugen.

Echter, zijn alle gedeponeerde stellingen bedrijfseconomisch en beleggingstechnisch wel waar, of is hier wellicht sprake van doorgeslagen nationaal sentiment en asymmetrische hypocrisie, waarbij eenvoudigweg voorbij wordt gegaan aan de zuiverende werking van de tucht van de ‘Market for Corporate Control’?

De vraag stellen is hem beantwoorden, te beginnen bij de voertaal van de internationale arbeids- en kapitaalmarkt: vrije concurrentie op markten alwaar partijen strijden om schaarse alternatief aanwendbare middelen.

Op de fusie- en overnamemarkt wedijveren professionele ‘management-teams’ over de controle van bedrijfsmiddelen teneinde deze via waardecreërende produkt/markt-strategieën concreet vorm en inhoud te geven. Dit door rendementen te genereren die de kosten van het gemiddeld gewogen ingezette kapitaal te boven gaan. Gelijktijdig wedijveren aandeelhouders - als residueel kasstroomgerechtigden - om de optimale allocatie van het door hen ter beschikking gestelde risicodragende kapitaal.

Toegang tot de kapitaalmarkt vormt daarbij zowel voor ondernemingen als beleggers een bewuste vrije keuze, met voor- en nadelen.

Zo acht men het via een beursnotering eenvoudiger om noodzakelijk internationaal management-talent voor lange termijn aan een vennootschap te binden. Daarbij wordt de hoogte van de overeen te komen emolumenten - waaronder 'stock options incentive schemes' – nadrukkelijk in internationaal perspectief geplaatst. In het belang van de vennootschap vormen ranglijstjes van 'peer-groups' hier de norm.

Hier staat echter tegenover dat aandelen van beursgenoteerde bedrijven – inclusief de daaraan verbonden zeggenschapsrechten - dagelijks vrij verhandelbaar zijn en worden onderworpen aan de tucht van de markt. Daarbij spreken beleggers zich als groep - via de beurskoers – continu uit in hun oordeel omtrent de lange termijn vooruitzichten van hun participatie. In tegenstelling tot hetgeen in de discussie vaak wordt gesteld, weerspiegelt de koers daarbij niet een speculatieve korte termijn winstverwachting, maar vormt deze - niets meer en niets minder - dan de contante waarde van alle verwachte dividenden toekomend aan aandeelhouders als residueel kasstroomgerechtigden.

Het subjectieve oordeel omtrent het type aandeelhouder en diens individuele beleggingshorizon is daarmee irrelevant. Het onderscheid tussen een 'lange termijn' strategische aandeelhouder - als veronderstelde stabiele supporter van waarde-creërende ondernemingsstrategieën - en een 'korte termijn' aandeelhouder, als zijnde een op eigen gewin uit zijnde speculant, bestaat eenvoudigweg niet. Het gaat om de functie van de groep in het hier en nu. Een functie die in principe weinig bescherming behoeft, behalve daar waar het gaat om bescherming tegen matig presterende management-teams en toezicht-houders.

Diverse onderzoeken tonen aan dat er een sterk verband bestaat tussen het creëren van economische waarde en de concentratie van het aandelenbezit. Hoe meer 'de principalen' (aandeelhouders) zijn versnipperd, des te meer 'de agenten' (RvB + RvC) zich kunnen richten op hun welgemeende eigenbelang.

Maar zie hier de zuiverende werking/functie van de 'Market for Corporate Control' als 'countervailing power' voor matig presterende management-teams. Wanneer concurrerende management-teams bedrijfseconomische kansen zien om een substantiële overnamepremie te rechtvaardigen richting hun principalen, dan rechtvaardigt dit geenszins een instrumentarium van zittende bestuurders om zich te verschansen achter nationale sentimenten en allerhande oneigenlijke argumenten.

Een bestuursonvriendelijk overnamebod is een duidelijk signaal uit de markt dat er binnen een onderneming sprake is van 'achterstallig onderhoud' en dat directe 'herstelwerkzaamheden' noodzakelijk zijn. In dit kader dienen alle door aandeelhouders verstrekte beschermingsconstructies 'slechts' als een tijdelijke optie om tijd te winnen, om alle strategische voor- en nadelen van een mogelijke combinatie te onderzoeken, inclusief de uitwerking van een 'stand alone' scenario, dan wel het uitnodigen van een 'white knight'.

Dit alles om als zittend management-team de aandeelhouders in het hier en nu met argumenten te overtuigen van een door hen inferieur te achten 'hostile bid'. In bovengenoemd kader acht ik een ongevraagde bieding zelfs maatschappelijk gewenst in het belang van de vennootschap en alle daarbij betrokken stakeholders.

*\* Peter Nethe is founder en Chief Investment Officer (CIO) van Quant-Capital Asset Management te Amsterdam en voormalig assistent in opleiding van de vakgroep Financiering & Belegging aan de Vrije Universiteit van Amsterdam.*