

zal vinden in de nieuwe organisatie. En met een overtuigend commercieel concept zullen die enthousiast de nieuwe uitdaging tegemoet treden, mits de leiding de zaken bekwaam en geïnspireerd in de hand heeft.

# De overnemingsmarkt in Europa

Het verband tussen de bestuursstructuur van grote ondernemingen en hun marktresultaat<sup>1</sup>

**Prof. Dr. H. W. de Jong**

## 1 Inleiding

Dit artikel beschrijft een aantal uitgesproken verschillen tussen landen met betrekking tot de overnemingsmarkt: de markt waarop ondernemingen worden verhandeld. Er is een kenmerkend onderscheid tussen enerzijds het oligargisch opgebouwde Westduitse (en Japanse) bedrijfsleven – overneming tegen de wil van het bestuur is daar praktisch uitgesloten – en anderzijds het democratisch opgebouwde Angelsaksische bedrijfsleven, waarbinnen 'vijandelijke' overnemingen wel goed passen. De Latijnse landen nemen een tussenpositie in.

Het tweede deel van dit artikel beschrijft een drievoudig empirisch onderzoek van de relatie tussen de oligargisch dan wel democratisch getinte ondernemingsstructuur en de daarmee gepaard gaande ondernemingsgedragingen en marktresultaten. De verschillen tussen de hierboven beschreven groepen landen blijken groot te zijn en dit zou de Europese integratie danig kunnen hinderen. Het overbruggen van de verschillen is daarom nodig.

## 2 De verschillen van de ondernemingsorganisatie

A In de 'Germaanse' landen van Europa is er

---

Prof. Dr. H. W. de Jong, studie aan Ned. Economische Hoogeschool (Erasmus Universiteit). Promotie in 1972. Hoogleraar externe organisatie Universiteit van Amsterdam. President European Association for Research in Industrial Economies. Hoofdredacteur Serie Studies in Industrial Organization.

nooit een vrije overnemingsmarkt geweest. Sinds jaar en dag hebben Duitsland, Nederland, Zwitserland, Oostenrijk en Scandinavië langs wettelijke of andere institutionele weg een vrije overnemingsmarkt verhinderd en daarmee bedoelen wij dan dat het er niet mogelijk was een onderneming over te nemen tegen de wil van de bewindvoerders (ondernemingsleiding) ook al zouden de eigenaren (aandeelhouders) in de overname geïnteresseerd zijn.

Tussen de 'Germaanse' landen onderling bestaan er evenwel verschillen, zowel in uitgangspositie als in latere ontwikkeling. Wij lopen enige van die landen langs.

In *West-Duitsland* hebben de algemene banken sinds het derde kwart van de vorige eeuw op grote schaal geparticipeerd in het aandelenkapitaal van belangrijke industriële en handelsondernemingen. Verzekeringsmaatschappijen bezitten eveneens belangrijke aandelenpakketten van grote ondernemingen. In vele gevallen bezitten ook een of twee financiële beleggers grote pakketten aandelen. Ondernemingen waarvan het aandelenkapitaal ruim verspreid is, zijn zeldzaam. Gepaard gaande met het aandelenbezit is er de omstandigheid dat de bank vaak belangrijke bestuursposities bezet, soms tot het voorzitterschap van de raad van bestuur toe, zoals bij Daimler-Benz.

Een tweede weg waarlangs financiële instellingen de besluitvorming van ondernemingen beïnvloeden is door stemmen bij volmacht. Kleine aandeelhouders doen afstand van hun stemrecht dat collectief door de bank wordt uitgeoefend.<sup>2</sup> De bank kan bovengenoemde methoden ook combineren.

Er is bijvoorbeeld een reeks gevallen waarin banken buitenlandse bidders hebben belet West-Duitse ondernemingen over te nemen en in plaats daarvan eigen oplossingen hebben opgelegd: Süddeutsche Chemiefaser, AEG, Klöckner & Co., Nixdorf enzovoort. Het is de vraag of de banden tussen banken en ondernemingen wel de voordelen hebben die eraan worden toegeschreven (Cable, 1985). In de eerste plaats heerste er een volledig gebrek aan informatie totdat de Deutsche Bank er in november 1989 toe overging een aantal tot dan toe onbekende aandelenparticipa-

ties te onthullen. Die belangen werden gepubliceerd bij gelegenheid van de uitgifte van 1,2 miljoen nieuwe aandelen zonder claimrechten voor bestaande aandeelhouders: in dergelijke gevallen is een grotere dan door de statuten voorgeschreven openheid over de portefeuille vereist. Van de overige financiële instellingen weten wij nog minder.<sup>3</sup> In de tweede plaats is het niet exact bekend wat de gevolgen zijn van een interventie door de financiële instellingen. Het is bijvoorbeeld niet mogelijk te discussiëren over de vraag of AEG of Nixdorf beter af waren geweest in het bezit van General Electric (VK) of van AT&T omdat die er eenvoudigweg niet aan te pas kwamen. Het leggen van een eenvoudige relatie tussen bankeigendom en rendement van de onderneming is ook niet zinvol omdat die rendementen veel lager liggen dan in een vrijere markt gebruikelijk zou zijn.<sup>4</sup> Tenslotte moet nog worden opgemerkt dat Westduitse ondernemingen aandelen zonder stemrecht kunnen uitgeven of aandelen met beperkt stemrecht en dat aandelenparticipaties in andere ondernemingen niet behoeven te worden onthuld, zelfs niet indien het om meerderheidsbelangen gaat.

Er zijn overeenkomsten met *Nederland*, waar ook in het geheim een belang kan worden opgebouwd in een andere onderneming, zelfs een concurrent. Maar in Nederland kan het vervolgens gebeuren dat de overnemende onderneming moet constateren niets te zeggen te hebben in de overgenomen firma. De raad van bestuur van het slachtoffer kan een gesprek met de overnemer weigeren zoals bleek in twee gevallen. Bührman-Tetterode verwierf een meerderheidsbelang in Ahrend, maar er heerste nu al anderhalf jaar een patstelling omdat het Ahrendbestuur weigert met de overnemer te onderhandelen. De twee grootste Nederlandse bouwondernemingen, HBG en Volker-Stevin zijn in een soortgelijke situatie verzeild geraakt. De eerste heeft een doorslaggevend belang in de tweede, maar Volker-Stevin wil niet praten. Dit is mogelijk op basis van de Nederlandse wet die een onderneming die aan bepaalde vereisten voldoet (minstens 100 werknemers of een aandelenkapitaal van minstens 22,5 miljoen gulden) de gelegenheid biedt de status van 'structuurvennootschap' te verwerven. In

een structuurvennootschap wordt de raad van bestuur benoemd en ontslagen door de zichzelf via de coöptatie verjongende raad van commissarissen. Ook Duitsland heeft dit tweetraps-systeem dat een oligargisch bestuur mogelijk maakt. Niet-structuurvennootschappen kunnen met prioriteitsaandelen werken, die niet verhandelbaar zijn, maar waaraan statutaire rechten zijn verbonden die de macht van de algemene vergadering van aandeelhouders beperken. De bedoelde rechten kunnen betrekking hebben op de benoeming en bezoldiging van de raad van bestuur, op deelnemingen, op liquidatie, op aandelenuitgiften, op reservering en dergelijke. De twee genoemde beschermingsconstructies kunnen echter opzij worden geschoven door de overvalder die meer dan tweederde van de stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders achter zich heeft, waarbij meer dan de helft van het aandelenkapitaal vertegenwoordigd is. Om die reden nemen Nederlandse ondernemingen een van twee aanvullende beschermende maatregelen. In de eerste plaats creëren zij certificaten van aandelen die zij uitgeven in plaats van de aandelen zelf. De aandelen zelf worden beheerd door een administratiekantoor dat het stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders uitoefent. Certificaathouders ontvangen slechts de economische voordelen. Het administratiekantoor wordt weer beheerd door de raad van bestuur van de onderneming of door bevriende personen.

Er zijn drie soorten certificaten al naar gelang hun overdraagbaarheid. Beperkt royeerbare certificaten bijvoorbeeld beperken het stemrecht van de aandeelhouder zonder het geheel uit te sluiten. Het stemrecht mag bijvoorbeeld slechts worden uitgeoefend als de aandeelhouder een natuurlijk persoon is en een gelimiteerde portefeuille in het fonds heeft. In de tweede plaats kunnen preferente aandelen worden uitgegeven. Deze vorm is de laatste tijd populair. Preferente aandelen geven volledig stemrecht, maar slechts beperkt recht op dividend en op terugbetaling bij liquidatie. Zij kunnen worden uitgegeven aan een stichting die wederom wordt beheerd door of namens de raad van bestuur van de eigen onderneming. Aangenomen dat de statuten zulks toelaten kan

de uitgifte geschieden zonder bestaande aandeelhouders een claimrecht toe te kennen. Aldus kan een oligargische constructie worden verkregen waarbij de raad van bestuur zichzelf controleert. De onderscheiden beschermingsmaatregelen werden in 1988 gehanteerd door 80,6% van de fondsen op de Amsterdamse effectenbeurs. De meeste van de 19,4% onbeschermden fondsen waren in handen van families.<sup>5</sup>

Zwitserse ondernemingen geven aandelen uit op naam teneinde stemrecht van buitenlandse aandeelhouders uit te sluiten, maar ook om binnenlandse partijen aan banden te leggen. Mutaties in het aandelenregister behoeven de goedkeuring van de raad van bestuur van de onderneming, die zonder opgave van redenen kan worden geweigerd. Ongeveer 60% van de Zwitserse ondernemingen gebruikt deze constructie, die kracht wordt bijgezet doordat banken sedert 1961 weigeren hun bemiddeling te verlenen bij de verkoop van aandelen aan 'niet bevoegden'. Het Zwitserse bedrijfsleven kan als oligargisch worden getypeerd hoewel het boven beschreven systeem door sommige individuele ondernemingen wat is verzacht.

Ook in *Scandinavië* wordt inbreuk gemaakt op het 'één-stem-per-aandeel' beginsel. In Finland, Noorwegen en Zweden mogen buitenlanders slechts een minderheid van de aandelen in handen hebben (20 tot 40%) en is hun stemrecht beperkt tot een nog lager percentage. Zweedse ondernemingen mogen A aandelen uitgeven voor ingezetenen met één-stem-per-aandeel en B aandelen voor buitenlanders met een zeer beperkt stemrecht. Deense ondernemingen hebben een soort aandelen met tot wel tienvoudig vergroot stemrecht ten behoeve van stichtingen die door de familie worden beheerd. Bedoelde aandelen worden niet ter beurse genoteerd of actief verhandeld, maar de overige aandelen mogen zowel in handen zijn van ingezetenen als van buitenlanders.

Hierboven werden regels met betrekking tot aandeelhouders beschreven. De meeste 'Germaanse' landen hebben ook regelingen met betrekking tot de invloed van werknemers op beslissingen van de raad van bestuur.

In *Denemarken* mogen werknemers tussen twee

en de helft van de directeurs van een onderneming of van een groep ondernemingen aanwijzen. In *West-Duitsland* bezetten de werknemers een derde of de helft van de zetels in de raad van commissarissen, al naar gelang de omvang van de onderneming. Slechts met medewerking van 75% van de aandeelhouders kunnen deze leden naar huis worden gezonden. Ook vakbonden hebben zetels in de raad zodat een onderneming met meer dan 2.000 werknemers een raad van commissarissen kan hebben van twaalf leden waarvan vier werknemers en twee vakbondsmensen.

In *Nederland* moeten de vakbonden en bij structuurvennootschappen de ondernemingsraad worden geraadpleegd bij een fusie. Als de ondernemingsraad zonder succes een fusie afwijst, is beroep mogelijk bij de ondernemingskamer van het gerechtshof, die 'alle belangen' bij de aangevochten beslissing moet afwegen.

Het is kortom niet mogelijk een 'Germaanse' onderneming uitsluitend in het belang van aandeelhouders te voeren. Men kan niet buiten directie, banken, werknemers, vakbonden en andere belangen om en geschiedenis, machtsverdeling en juridische structuur zijn van dien aard dat 'oligarchisch bestuur' er nog de beste aanduiding voor is, waarbij dan even in het midden gelaten wordt wie de oligarchische groepen vormen.

B In de 'Latijnse' landen van de Europese Gemeenschap is de soevereiniteit van de aandeelhouder, in overeenstemming met de principes van de Napoleontische wetgeving, formeel overeind gebleven, maar ook daar is die hegemonie uitgehold en wel door de volgende factoren:

- veel belangrijke ondernemingen zijn in handen van families;
- overheidsondernemingen komen veelvuldig voor;
- in beide genoemde gevallen kunnen onafhankelijke aandeelhouders minderheidsbelangen hebben of meerderheidsbelangen, maar zij hebben slechts weinig of in het geheel geen invloed;
- in sommige landen (Spanje, Frankrijk) zijn bankparticipaties van betekenis, maar de meeste macht wordt toch uitgeoefend door

financiële houdstermaatschappijen ('groupes financières') met behulp van diverse constructies die alle neerkomen op het over en weer bezit van aandelen;

- met mogelijke uitzondering van Frankrijk laat de beschikbaarheid van informatie over aandelenbezit veel te wensen over;
- als gevolg van overheidsinterventie in het fusieproces en van veranderende beursregels kunnen overnemingsbiedingen mislukken en is het op zijn minst moeilijk een realistische hoogte van een overnemingsbod te bepalen.

Een voorbeeld van de laatstgenoemde factor is het gevecht om *Télémécanique* begin 1988. Er speelden toen politieke inmenging, sociale protesten, veranderende beursregels (gedurende 4½ maand werd de beursnotering opgeschort) en als klap op de vuurpijl de omstandigheid dat de bieder zijn prooi verkreeg tegen een prijs die 8% lager lag dan zijn aanvankelijke bod. Ook de gevechten om *Société Générale*, *Gallimard*, *Victoire*, *LVMH*, *Navigation Mixte* en andere werden door kleine drama's omringd. Dergelijke gevechten hebben er tenminste toe geleid dat er in juli 1989 nieuwe regels kwamen in de vorm van een wet op veiligheid en doorzichtigheid van financiële markten. De wet voorzag in een uitbreiding van de bevoegdheden van de *Commission des Opérations de Bourse* en onderwierp overnamebiedingen aan nieuwe voorschriften. In september 1989 werd het aanvechtbare begrip 'zeggenschap gevende participatie' (bij het bereiken van die limiet moest een bieder tegen de daarbij behorende prijs bereid zijn om alle aandelen over te nemen) vervangen door sterker toegespitste regels. Een participatie van een derde deel van de aandelen verplichtte tot het uitbrengen van een bod op minstens nog een derde deel. Indien een onderneming het uitstaande kapitaal wil verhogen teneinde een bod af te weren, dan mag dat niet meer buiten de aandeelhouders om. In 1991 zal het stemrecht worden ontkracht van aandelen die moederondernemingen en dochters over en weer van elkaar in portefeuille hebben (het 'autocontrole' systeem). Er zijn echter wel wat uitzonderingen op de hierboven in het kort opgesomde regels met betrekking tot de 'OPA' of 'OPE' (Offre

Public d'Achat of d'Echange). Het blijft de vraag of de Franse overnamemarkt even efficiënt zal blijken te werken als die te Londen. Tweederde deel van de beursfondsen in Parijs zijn beschermd met behulp van het 'verrouillage' stelsel, waarbij aandelen worden ondergebracht bij een beperkte groep bevriende ondernemingen om overnemers op een afstand te houden.

In *Italië* is de situatie van de overnamemarkt nog minder rooskleurig. De grootste effectenbeurs, Milaan, kampt met prijsmanipulatie, handel met voorkennis en een ernstig liquiditeitstekort. Slechts vijf groepen vertegenwoordigen 69% van het gehele uitstaande kapitaal, het over en weer aanhouden van aandelenpakketten komt veel voor en families en industriële groepen hebben meerderheidsbelangen in bijna alle 211 genoteerde fondsen. Er is een grote overheidssector, die in de jaren tachtig nauwelijks is ingekrompen. Slechts van een of twee ondernemingen is het aandelenbezit ruim gespreid en openbare biedingen komen nauwelijks voor. Als ze al worden uitgebracht dan is het om de houder van een meerderheidsbelang in staat te stellen zijn bezit nog wat te vergroten.

De fusie- en overnamemarkt in *Spanje* is sterk particulier geïntereerd. Overname van genoteerde fondsen (in totaal 368 op de vier effectenbeurzen) wordt belemmerd door het gebrek aan en de onbetrouwbaarheid van informatie, door fiscale nadelen, en doordat de markt is versmald als gevolg van de vele kruiselingse participaties en het vele bezit in handen van bancaire houdstermaatschappijen. Vijandelijke overnames komen weinig voor (slechts een drietal in 1988-1989) en kunnen tegenwerking oproepen van directeuren en aandeelhouders.

Ook in *België* komen vijandelijke overnames nauwelijks voor omdat ondernemingen in de regel niet meer dan het voor notering vereiste percentage van het aandelenbezit daadwerkelijk plaatsen (25% op de primaire markt, 10% op de parallelmarkt) en de meeste genoteerde fondsen in handen zijn van familieleden en van grote beleggers.<sup>6</sup>

C De situatie in het *Verenigd Koninkrijk* (en in Angelsaksische landen in het algemeen) verschilt

volledig van die in de continentale Europese landen. Dit valt toe te schrijven aan het ondernemingsbegrip dat niet een afweging van belangen behelst onder leiding van een oligargische groep (directie, banken of financiële houdstermaatschappijen), maar veeleer wordt gezien als een combinatie van directeuren die zich inzetten voor het belang van aandeelhouders. Belangrijke documenten zijn de Company Act 1985 (gewijzigd in 1989), de City Code on Take-overs and Mergers en de Rules governing substantial acquisitions of shares. De kern van de bepalingen is dat aandeelhouders eerlijk en gelijk moeten worden behandeld en dat zij een overnamebod moeten kunnen beoordelen zonder manipulaties door de directie. Het ligt daarom voor de hand dat enige van de 'Rules' als volgt luiden:

- indien in een onderneming een belang is opgebouwd van 5% of meer van het aandelenkapitaal, dan dient dat te worden gepubliceerd;
- het bestuur van een onderneming waarop een bod is uitgebracht, mag daarentegen geen maatregelen nemen zonder goedkeuring van de aandeelhouders;
- voltooiën van de opbouw van een belang van 30% of meer verplicht de houders een bod uit te brengen op alle overige aandelen;
- gedurende het proces mag de bieder geen aandelen in de onderneming verkopen en in ieder geval niet beneden de biedprijs;
- indien aandelen na uitbrengen van het bod worden verhandeld tegen een hogere prijs dan de biedprijs, moet de bieder zijn bod verhogen;
- aandelentransacties door belangrijke aandeelhouders (belang van meer dan 1%) in de betrokken ondernemingen moeten worden gepubliceerd dan wel worden gemeld aan het Panel on Takeovers and Mergers.

De 'Rules' zijn dus bedoeld om democratische leiding door aandeelhouders mogelijk te maken, om koersmanipulaties tegen te gaan, om het maken van beschermingsconstructies door de directie tegen te gaan en ten slotte om een vrije markt in ondernemingen mogelijk te maken.

Het continentale en het Angelsaksische stelsel zijn tegenover elkaar gesteld. Dit roept een dubbele vraag op:

- 1 Leiden de geschilderde structurele verschillen tot verschillend ondernemingsgedrag en tot andere resultaten? en zo ja:
- 2 Welke keuze moet de Europese Gemeenschap maken?

### 3 De theorie en empirische resultaten

Theorieën met betrekking tot de markt van ondernemingen leggen vaak een relatie met de ondernemingsdoelstelling. Een naar maximale winst strevende onderneming zal aandeelhouders vergasten op goede dividenden en stijgende koersen, indien ingehouden winst succesvol wordt geïnvesteerd in innovatie of efficiëntieverbetering, maar natuurlijk niet indien de baten uitsluitend ten behoeve van het management worden aangewend. Geëntameerde fusies kunnen in het belang van aandeelhouders zijn, maar alleen als de directie erin slaagt de juiste beslissingen te nemen en de voordelen niet in eigen zak steekt. Omzetmaximalisatie is, zeker bij gespreid aandelenbezit, veelal niet in het belang van aandeelhouders. Sterke aandeelhoudersgroepen kunnen er wel profijt van hebben als zij langs die weg op stijging van aandelenkoersen kunnen aansturen en zulks mede gezien de belastingwetgeving meer in hun voordeel is dan dividenduitkeringen. De met omzetmaximalisatie vaak gepaard gaande lagere dividenden en langs die weg ook lagere aandelenkoersen maken de ondernemingen kwetsbaar voor overnames.

Een dergelijke politiek is dus slechts te handhaven als er beschermingsconstructies voorhanden zijn om een overname te verijdelen. Het stadium in de levenscyclus van de betrokken onderneming kan ook een rol spelen. Vechten om behoud van marktaandeel in teruglopende markten zou de onderneming kunnen baten maar is vanuit aandeelhoudersstandpunt en maatschappelijk gezien vaak onvoordelig.

Bij het beoordelen van de theorieën voor de vraag of de institutionele verschillen tussen de Europese landen een rol spelen worden nu drie empirische toetsen gepresenteerd, twee landelijke onderzoeken en een sectoraal onderzoek. Er wordt ook gebruik gemaakt van twee gegevensbronnen, namelijk de bekende lijst van de 500 van

*Fortune* en de lijst van de 500 grootste Europese ondernemingen van de *Financial Times*. De eerstgenoemde lijst omvat ook niet-Europese ondernemingen en terwille van de vergelijkbaarheid zijn dezerzijds ook ondernemingen uit de Verenigde Staten en Japan toegevoegd, omdat het op eenvoudige wijze viel te verwezelijken. Indien de uitkomsten van de drie statistische onderzoeken parallel verlopen (en zowel theorie als empirie laten die veronderstelling toe) dan mogen de uitkomsten waarschijnlijk ook van betekenis worden geacht voor de situaties van die niet-Europese landen. In dit artikel staat Europa echter centraal. Overigens gaat het om ondernemingen zowel uit de Gemeenschap als uit enkele niet-EG-landen zoals Zweden en Zwitserland.

De drie statistische onderzoeken worden nu afzonderlijk besproken.

1 Tabel 1 geeft de groeivoeten van de omzet tussen 1979 en 1988 alsmede de gemiddelde netto winstvoeten voor 1979, 1985 en 1988 van de 243 grootste ondernemingen uit de Fortune 500 lijst over die jaren. Met betrekking tot de grote landen (Verenigde Staten, Japan, West-Duitsland en het Verenigd Koninkrijk) zijn de 40 grootste ondernemingen beschouwd. Voor wat de andere landen betreft zijn de lijsten zorgvuldig bestudeerd, ook al konden per land geen 40 ondernemingen worden gevonden. De netto winstvoeten werden gecorrigeerd voor verschillen in ondernemingsbelasting tussen de landen, afgeleid uit het OECD overzicht: *Taxation in developed countries*, Parijs 1987, p.87.

Verder moet worden opgemerkt dat zowel Shell als Unilever, die in de gemelde jaren beide een prominente plaats innamen op de lijsten, half aan het Verenigd Koninkrijk zijn toegerekend en half aan Nederland. In het Nederlandse voorbeeld dat slechts elf ondernemingen omvat leidde deze werkwijze tot een aanmerkelijke verhoging van de gemiddelde netto winstvoet tot 6,9%. Met betrekking tot beide ondernemingen kan met argumenten worden verdedigd dat zij een overwegend Angelsaksisch gedrag tentoonspreiden: beide zijn al meer dan een halve eeuw op de effectenbeurs van Londen genoteerd. Hun gemiddelde netto winstvoet – 9,4% over de

omzet – lag dan ook op het niveau van andere grote ondernemingen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Hun verwijdering uit de Nederlandse opsomming zou de gemiddelde Nederlandse netto winstvoet onder de 5,5% brengen, dat wil zeggen op het niveau van de overige continentale Europese landen.

De op de theorie en op de beschreven institutionele regelingen gebaseerde uitspraak dat Angelsaksische ondernemingen winstmaximalisatie nastreven, terwijl continentale Europese ondernemingen veeleer omzet of omzetgroei maximaliseren, wordt door de tabel bevestigd. Ruwweg zijn de voor verschillen in vennootschapsbelasting gecorrigeerde Angelsaksische netto winstvoeten tweemaal zo hoog als die met betrekking tot continentaal Europese en Japanse ondernemingen. De groeivoeten vertonen het tegenovergestelde beeld. De veel hogere continentaal Europese groeivoeten kunnen niet worden toegeschreven aan een hogere groei van de nationale economieën in de jaren tachtig. Zowel het Verenigd Koninkrijk als de Verenigde Staten vertoonden in die jaren groeivoeten van het nationaal binnenlands produkt die ten minste gelijk waren aan die van de landen van het Europese continent. In het Japanse geval kan de excessieve groeivoet van de 40 grootste ondernemingen inderdaad ten dele worden toegeschreven aan een snellere groei van de Japanse economie, maar bij een correctie voor die factor zouden de grote Japanse ondernemingen nog steeds een groeivoet van 100 tot 120% vertonen, hetgeen consistent is met de resultaten in Europa.

Ik beweer niet dat er een volkomen omgekeerd verband heerst tussen omzetgroei en netto winstvoet, noch met betrekking tot groepen ondernemingen tussen landen, noch bij vergelijkingen tussen sectoren of individuele ondernemingen. In de economie laten zich nu eenmaal tegelijkertijd allerlei invloeden gelden. Zo hadden de grote Zwitserse en Zweedse ondernemingen zowel een grotere groeivoet als een hogere netto winstvoet dan hun Franse of Germaanse evenbeelden, die in mindere mate multinationalaal waren gestructureerd. Het valt echter op dat tabel 1 met betrekking tot de beide variabelen een verschillende uitkomst laat zien tussen landen met totaal verschil-

lende regimes: enerzijds de landen met een vrije overnemingsmarkt en anderzijds de landen zonder een dergelijke markt.

2 Er zou gesteld kunnen worden dat een vergelijking van netto winstvoeten van ondernemingen uit verschillende landen, zelfs als die voor belastingverschillen zijn gecorrigeerd, misleidend zou zijn bijvoorbeeld vanwege verschillende afschrijvingsusances, verschillen in de verhouding tussen gepubliceerde en feitelijke nettowinst, verschillen in aftrekposten zoals reservering voor pensioenen en verschillen in de wijze van financiering berustend op de verhouding tussen bankkrediet, obligatieleningen en aandelenfinanciering. De meeste van die tegenwerpingen zouden bovendien in dezelfde richting wijzen en duiden op een onderschatting van de winstvoeten in Europa en Japan. (Hetzelfde geldt niet voor een andere tegenwerping, namelijk dat de inflatie- en rentevoeten in de jaren tachtig in het Verenigd Koninkrijk en in de Verenigde Staten hoger waren: in Italië en in Frankrijk waren de nominale voeten minstens even hoog. Het gaat natuurlijk vooral om de *reële* intrestvoeten die zelfs tussen enerzijds Duitsland en Japan en anderzijds de Angelsaksische landen ten hoogste 1 of 2% verschil-

Tabel 1: Groei- en winstvoeten ondernemingen 1979-1988

land	aantal ondernemingen	omzet groeivoet (%) 1979-1988	winstvoet* (% van omzet)
Verenigde Staten	40	48,5	9,8
Verenigd Koninkrijk	40**	50,1	9,0
West-Duitsland	40	79,8	4,3
Japan	40	188,9	4,2
Frankrijk	36	66,1	4,6
Zweden	20	120,0	4,8
Nederland	11**	43,1	6,9
Zwitserland	10	120,2	5,1
Italië	6	116,0	3,1

\* Winstvoet na correctie voor ondernemingsbelasting.

\*\* Shell en Unilever gelijkelijk over beide landen verdeeld.

Bron: Fortune 500 lijsten, 1979-1988

den, hetgeen natuurlijk nooit 5% verschil in de netto winstvoet kan verklaren).

In de tabellen 2.1 en 2.2 wordt derhalve een andere toets geanalyseerd. In tabel 2.1 worden de honderd grootste Europese ondernemingen naar marktkapitalisatie en naar omzetten vergeleken. In tabel 2.2 worden van de 25 grootste ondernemingen marktwaarde, omzet, werkgelegenheid en 'ROCE' vergeleken. ROCE is een afkorting voor 'return on capital employed', gedefinieerd als brutowinst voor belasting verhoogd met de interest en gedeeld door het kapitaal bij begin van het jaar. Met deze toets worden de problemen van de netto winstvoet als vergelijkingsbasis vermeden. De tabellen tonen dat de Engelsen naar verhouding veel hooggewaardeerde ondernemingen hebben, evenals de Zwitsers, Zweden en Spanjaarden. Wanneer echter de drie variabelen marktwaarde, omzet en winstgevendheid (ROCE) gezamenlijk worden vergeleken leidt dit tot de gevolgtrekking dat alleen de grootste Europese ondernemingen van Britse origine hun

Tabel 2.1: Marktwaarde en resultaat van de honderd grootste Europese ondernemingen

	markt- waarde	omzet	ROCE >25%
<i>1 Landen</i>			
Engeland	43	28	64½
West-Duitsland	14	27	1
Frankrijk	13	17	18
Zwitserland	8	4½	18
Italië	2	6	–
Nederland	4	4	–
Zweden	7	3½	4
Spanje	6	2	4
België	2	3	2
Noorwegen	1	2	1
Oostenrijk	–	1	–
Finland	–	2	–
Ierland	–	–	2
Denemarken	–	–	1
	100	100	100
<i>2 Landengroepen</i>			
Verenigd Koninkrijk incl. Shell/Unilever+Ierland	44	29	67
Germaanse landen	33	43	9
Latijnse landen	23	28	24

Tabel 2.2 Marktwaarde en resultaat van de 25 grootste Europese ondernemingen

land	markt- waarde	om- zet	werk- gele- gen- heid	ROCE 25%	30%
Verenigd Koninkrijk	10	5	8½	17½	18
West-Duitsland	6	8	7	1	–
Frankrijk	–	5	4	4	4
Zwitserland	5	1½	1½	–	–
Italië	2	3	1	–	–
Nederland*	1	2	1½	1½	1
Zweden	1	½	1½	–	–
Spanje	–	–	–	1	2

\* Shell en Unilever elk voor de helft

Bron: *Financial Times List of 500 Largest European Firms; Financial Times 19 december 1989. Evenals Shell en Unilever is Asia-Brown/Boveri gelijkkelijk over twee landen verdeeld.*

hoge marktwaarde danken aan hun winstgevendheid veeleer dan aan hun omvang. Er is een uitgesproken contrast met de Duitsers, Zwitsers en Italianen die een indrukwekkende ondernemingsomvang paren aan een bepaald niet grote winstgevendheid. De Fransen hebben zeer winstgevende ondernemingen hoewel de marktwaarden niet zo groot zijn. De overige landen van het Europese continent (Benelux, Spanje, Zweden en Noorwegen) nemen een tussenpositie in waarin de variabelen beter zijn uitgewogen hoewel de winstgevendheid altijd relatief lager ligt dan de marktwaarde.

Als wij in tabel 2.1.2 de landen op basis van hun institutionele achtergrond verdelen in een Angelsaksische groep, een Germaanse groep en een Latijnse groep, dan wordt een duidelijke bevestiging gevonden van hetgeen op theoretische en institutionele gronden had mogen worden verwacht:

- De Angelsaksische ondernemingen danken hun hoge marktwaarden aan hun indrukwekkende winstgevendheid: zij streven naar maximale winst.
- De 'Germaanse' ondernemingen zijn duidelijk uit op omzetmaximalisatie of op maximale groei en zij danken het feit dat zij een derde deel vormen van de honderd grootste Europese ondernemingen naar marktwaarde ken-



nelijk aan hun omvang en niet aan hun winstgevendheid.

- De ondernemingen met 'Latijnse' landen als thuishaven tonen een evenwichtig beeld in overeenstemming met de tussenpositie die zij innemen: in Frankrijk, België en Spanje zijn vijandelijke overnames in beginsel mogelijk – dit in tegenstelling tot de Germaanse landen – , maar de regels zijn vaag en van buiten het marktproces kunnen plotseling obstakels opdoemen waarvoor men in Angelsaksische landen minder beducht behoeft te zijn.

Het tweede onderzoek vormt dus een ondersteuning van het eerste ondanks het verschil in gehanteerde variabelen.

3 In het derde empirische onderzoek wordt wederom de ROCE gehanteerd, de 'return on capital employed', maar thans worden voor 180 leidende ondernemingen sectorale gemiddelden gegeven, met de bijbehorende spreiding. Van de 124 bedrijfstakken (op het niveau van drie decimalen van de standaard industriële classificatie) uit het Financial Times onderzoek voeg ik er een aantal samen terwille van de vergelijkbaarheid. Zo combineerde ik de bedrijfstakken 450 (voedingsmiddelen en groothandelsprodukten), 451 (voedselbereiders) en 452 (voedsel: suiker en suikerwerken) samen tot groep twaalf, die uit de 500 grootste ondernemingen dertien ondernemingen uit het Verenigd Koninkrijk omvat en negen continentale Europese ondernemingen. De gemiddelde ROCE voor ondernemingen uit het Verenigd Koninkrijk bedroeg 26,0% (met een spreiding R/ van 17,1-28,8%).

In negen van de twaalf in tabel 3 opgenomen sectoren bereiken ondernemingen uit het Verenigd Koninkrijk gemiddeld een veel hogere ROCE. De schommelwijdte R van de ROCE percentages voor individuele ondernemingen wijst er ook op dat de winstgevendste hoogvliegers in de regel Brits waren en de laagvliegers op het continent moesten worden gezocht.

Tabel 3 toont tenslotte nog de resultaten van een onderzoek naar de 'Relative Value Standard' RVS. Deze grootte meet de marktwaarde van een onderneming gedeeld door de omzet. De

beide laatstgenoemde cijfers zijn ontleend aan de lijst van 500 grootste Europese ondernemingen van de *Financial Times*. Dit meten van de waarde van een onderneming per eenheid omzet geeft ons een scherper inzicht in de verschillen die eerder in dit artikel aan de orde kwamen. De absolute omvang van de onderneming valt als storende factor weg. Vanzelfsprekend moeten de cijfers wel weer op dezelfde wijze worden gegroepeerd. Het mag ons niet verbazen dat de lijst wordt aangevoerd door de farmaceutische sector en de energiesector. Beide vertonen een hoge RVS. Merkwaardiger zijn de lage RVS uitkomsten voor sectoren als machines, gereedschappen en ingenieursdiensten (8) en voedingsmiddelen en voedselbereiding (12). Maar de tabel maakt wel weer duidelijk dat in acht van de twaalf gevallen Britse ondernemingen een hogere en veelal aanzienlijk hogere RVS realiseren dan hun continentale collega's, in drie gevallen scoren zij ongeveer gelijk en in slechts een geval zijn de continentale bedrijven marginaal beter. De spreiding R van de RVS waarden is met uitzondering van sector twaalf ook weer in het voordeel van Britse ondernemingen.

Op grond van de drie onderzoeken kan de conclusie geen andere zijn dan dat Britse ondernemingen streven naar maximale winst terwijl de continentale ondernemingen streven naar maximale omzet of maximale groei. Zij laten zich blijkbaar niet zoveel gelegen liggen aan een hoge ROCE of een hoge RVS. De in beginsel wellicht terecht bezwaren ingebracht tegen vergelijking van de netto winstvoeten blijken dus niet relevant te zijn.

Een bijkomende gevolgtrekking op grond van de analyse is dat vergelijking van ondernemingsresultaat per sector aantoonde dat de omvang van de onderneming niets zegt over winstgevendheid (ROCE) of de marktwaarde per eenheid omzet (RVS). In geen van de sectoren is er een systematische relatie tussen de rangschikking naar volgorde van grootte van de ondernemingen en hun resultaten. Extreme waarden van de succesindicatoren leken willekeurig verdeeld over ondernemingen van uiteenlopende grootte en dat ver-

schijnsel nam toe met het aantal ondernemingen in de desbetreffende sector. Die laatste waarneming is niet zonder betekenis want een relatief groot deel van de ondernemingen op het Europese vasteland is in handen van families en niet genoteerd op de effectenbeurs. Die ondernemingen zijn dus niet te vinden in de lijst van 500 van de *Financial Times*. De afwezigheid van een relatie tussen omvang en winstgevendheid brengt de verklaring van de omvang van de ondernemingen – en van fusies om die omvang te vergroten – uit schaalvoordelen, efficiëntie of economische macht in diskrediet. Mochten die verklaringen al opgeld doen bij bepaalde transacties of in bepaalde activiteiten dan zijn zij toch allerminst in staat om de omvang van ondernemingen in het algemeen te verklaren. In het geval levensmiddelen en voedselbereiding bijvoorbeeld zijn er onder de 500 grootste ondernemingen 22 uit het Verenigd Koninkrijk en continentaal Europa. Naar gebied vertonen zij geen grote spreiding van gemiddelde RVS en ROCE indicatoren. Het in het oog lopende verschil tussen de ondernemingen zit in hun omzet variërend tussen \$ 24 miljard tot \$ 26 miljard voor Unilever en Nestlé enerzijds en aan de andere kant Hazlewoods Foods en Fisher, beide uit het Verenigd Koninkrijk, Saint Louis en Bongrain, beide uit Frankrijk, Cultor uit Finland en Wessanen uit Nederland, die zich alle bevinden in de klasse van 700 tot 900 miljoen dollar omzet.

Deze omvangrijke grootteverschillen vonden hun weerslag niet in de ROCE en RVS indicatoren. De zes kleinere voedselconcerns uit de diverse landen vertoonden in twee respectievelijk vier gevallen een hogere ROCE dan Unilever of Nestlé en in de overige gevallen een lagere. Evenzo was de RVS in drie van de zes gevallen significant groter bij de kleine ondernemingen dan bij Unilever of Nestlé, in twee gevallen enigszins groter en in één geval duidelijk lager. Een dergelijk onregelmatig patroon van de succesindicatoren in vergelijking met de omvang van de onderneming is ook in de andere sectoren te vinden.

De algemene conclusie is dat de resultaten van Europese ondernemingen gerelateerd zijn aan de kwaliteit van de betrokken entrepreneurs, of dat nu raden van bestuur zijn dan wel individuen.

Voorts dat de relatie tussen ondernemingsomvang en resultaten systematisch bepaald wordt door het institutionele regime, namelijk dat van het Verenigd Koninkrijk en Ierland enerzijds en van de continentale landen anderzijds. De term 'institutioneel regime' lijkt te wijzen naar een van twee achterliggende verklaringen namelijk de omvang van de effectenbeurzen in kwestie of de vrijheid en het gemak om ondernemingen over te nemen. De laatstgenoemde factor ligt het meest voor de hand want de 'Germaanse' effectenbeurzen (Frankfurt en de andere) en de Amsterdamse beurs doen in belang niet onder voor Parijs, Brussel of Madrid, noch is de kwaliteit van de informatie inzake ondernemingen en beursfondsen in Duitsland of in Nederland slechter dan die in de drie andere landen. Het feit dat Londen een praktisch vrije overnemingsmarkt heeft, terwijl Frankfurt en Amsterdam nagenoeg gesloten zijn heeft groter betekenis. Parijs, Brussel en Madrid bieden meer ruimte voor vijandige overnames dan de beurzen in Duitsland en Nederland, maar laten als gevolg van allerlei omstandigheden toch weer minder vrijheid dan de Britse ondernemer in dit opzicht geniet.

#### **4 Conclusie**

Het geschetste probleem is reëel en vormt een belemmering voor de totstandkoming van een vrije en geïntegreerde Europese markt. Omdat de beide geschetste stelsels hun tekortkomingen hebben, moeten er oplossingen gevonden worden. Geen van de beide extremen is trouwens binnen de gehele Gemeenschap politiek en maatschappelijk aanvaardbaar. Het ziet ernaar uit dat de Europese Commissie regels moet ontwikkelen ten behoeve van een georganiseerde en vrije markt voor ondernemingen, zonder ruimte te laten voor speculatie en discriminatie en vervolgens moet gaan toezien op de naleving van die regels. Intussen heeft de Europese Commissie voorstellen gedaan in de zgn. vijfde en dertiende Richtlijn. Of deze voorstellen een oplossing inhouden voor het aan de orde gestelde probleem, moet in dit bestek onbesproken blijven.

**Behoort bij artikel 'De overnemingsmarkt in Europa' van Prof. Dr. H. W. de Jong, MAB december 1990**

*Tabel 2.1: Marktwaaarde en resultaat van de honderd grootste Europese ondernemingen*

	markt- waarde	omzet	ROCE >25%
<i>1 Landen</i>			
Engeland	43	28	64½
West-Duitsland	14	27	1
Frankrijk	13	17	18
Zwitserland	8	4½	—
Italië	2	6	—
Nederland	4	4	2½
Zweden	7	3½	4
Spanje	6	2	4
België	2	3	2
Noorwegen	1	2	1
Oostenrijk	—	1	—
Finland	—	2	—
Ierland	—	—	2
Denemarken	—	—	1
	100	100	100
<i>2 Landengroepen</i>			
Verenigd Koninkrijk incl.			
Shell/Unilever+Ierland	44	29	67
Germaanse landen	33	43	9
Latijnse landen	23	28	24

*Tabel 2.2: Marktwaaarde en resultaat van de 25 grootste Europese ondernemingen*

land	markt- waarde	om- zet	werk- gele- gen- heid	ROCE >25%
Verenigd Koninkrijk	10	5	8½	17½
West-Duitsland	6	8	7	1
Frankrijk	—	5	4	4
Zwitserland	5	1½	1½	—
Italië	2	3	1	—
Nederland	1	2	1½	1½
Zweden	1	½	1½	—
Spanje	—	—	—	1

*Bron: Financial Times List of 500 Largest European Firms; Financial Times 19 december 1989. Evenals Shell en Unilever is Asia-Brown/Boveri gelijkelijk over twee landen verdeeld.*

Tabel 3: Relatieve marktwaarde (RVS) en winstgevendheid (ROCE) en hun spreiding (R) in een aantal sectoren

	RVS (Relative value standard)						ROCE (Return on capital employed)			
	Verenigd Kon.			Continent. landen			Verenigd Kon.		Continent. landen	
	aant.	RVS	R	aant.	RVS	R	ROCE	R	ROCE	R
1 Farmaceutica	4	3.0	1.9-4.9	6	1.8	1.0-3.3	35.6	26.9-46.4	14.2	7.3-28.2
2 Elektrische industrie	4	1.2	0.8-1.7	4	0.5	0.2-0.7	27.1	23.3-31.2	11.0	6.9-19.7
3 Mijnbouw, staal en non-ferro metalen	3	1.6	0.6-3.2	8	0.4	0.2-0.7	28.6	26.3-32.1	10.4	3.6-19.7
4 Conglomeraten	5	0.9	0.6-1.2	3	0.4	0.3-0.6	30.8	18.6-42.8	14.3	4.0-19.9
5 Handel (detail)	10	0.6	0.3-1.0	12	0.3	0.2-0.8	26.8	5.3-37.2	19.2	7.5-30.9
6 Chemische industrie	8	1.3	0.5-3.1	17	0.6	0.3-1.1	32.8	22.2-53.5	19.9	9.0-51.8
7 Papier en papierwaren	5	0.7	0.3-1.5	13	0.7	0.3-1.7	30.3	19.4-45.7	19.3	12.4-32.3
8 Werktuigen, gereedschappen en engineering	8	0.7	0.6-0.8	12	0.6	0.3-1.2	32.9	23.3-41.6	14.5	4.3-24.7
9 Media, drukkerijen, uitgeverijen en reclamebureaus	5	1.2	0.6-2.9	6	1.1	0.7-1.8	36.6	12.7-91.2	37.0	17.0-72.8
10 Energie, olie exclusief nutsbedrijven en exclusief Enterprise Oil	6	2.6 2.9	0.6-10.3 0.6-2.0	6	0.5	0.2-0.8	17.7	11.7-30.3	17.4	12.9-22.8
11 Auto's, onderdelen en gereedschappen	4	0.8	0.4-1.7	9	0.4	0.2-0.7	21.5	14.7-27.9	20.4	8.0-43.9
12 Voedingsmiddelen en voedselbereiding	13	0.6	0.2-1.1	9	0.8	0.2-1.3	26.0	15.0-36.6	19.3	17.1-28.8

**Literatuur**

J. Cable, Capital Market information and industrial performance: the role of West German Banks, *Economic Journal*, maart 1985, p. 118 e.v.

Coopers & Lybrand, *Barriers to takeovers in the European Community*, HMSO, Londen 1989.

**Noten**

- 1 Delen van een inleiding, gepresenteerd op de internationale conferentie over 'Fusies, oligopolies en internationale handel' in Aix-en-Provence (Frankrijk), juni 1990.
- 2 Door middel van aan hun cliënten overgedragen rechten (het zogenoemde 'Depotstimmrecht') kan het gebeuren dat banken meer dan 90% van het stemrecht ter algemene vergadering vertegenwoordigen. H. H. Kalfass, in *Columbia Business Law Review*, jaargang 1988 aflevering 3: 'The German Experience', p. 782.
- 3 Nagenoeg al onze participaties zijn bekend, stelde Pietsch van de *Commerz Bank* in de *Financial Times* van 27 oktober 1989, aangezien het doorgaans pakketten betreft via houdstermaatschappijen die daar open over zijn. Maar op de vraag of *Allianz* tien procent van de aandelen van de *Deutsche Bank* bezat, luidde het antwoord 'geen commentaar'. Indien de bewering van Kalfass juist is dat machtverschaffende pakketten geleidelijk aan en in het geheim worden opgebouwd en niet door openbare overnames verkregen, dan kunnen de participaties en de resultaten daarop niet worden nagegaan (Kalfass, 1988, p. 784).
- 4 Voor een tegengestelde visie inzake de voordelen van beheer in handen van banken of werknemers wordt verwezen naar twee artikelen over 'Raiders in Deutschland?' in *Wirtschaft und Wettbewerb* september 1989, pp. 697-704.
- 5 Het *Financieele Dagblad* van 5 juli 1988 publiceerde gegevens van Bank Mees & Hope volgens welke 35,5% van de ondernemingen was beveiligd met één 'slot' en 34,8% met twee 'sloten'.
- 6 Voor een volledig overzicht van beschermingsconstructies in de onderscheiden Europese landen wordt verwezen naar Coopers & Lybrand, *Barriers to takeovers in the European Community*, HMSO, Londen 1989.

# Strategische allianties: Concurrentie en samenwerking

**Prof. Dr. H. Schreuder en  
Dr. A. van Witteloostuijn**

**Inleiding**

Veel bedrijfstakken zijn de laatste jaren van karakter aan het veranderen. Het aantal vervlechtingen neemt sterk toe, terwijl tegelijkertijd het aantal spelers veelal afneemt. Dit betekent dat concentratie- en 'samenwerkings'-graden simultaan oplopen. De overblijvende spelers zijn vaak onderdelen van netwerken geworden, met allerhande verbindingen met andere ondernemingen: op sommige terreinen wordt samengewerkt, op andere geconcurrereerd. De toegenomen populariteit van strategische allianties roept ten minste drie vragen op: 1 welke vormen kunnen de samenwerkingsverbanden aannemen; 2 welke redenen liggen aan de keuze voor een bepaald(e) samenwerkingsvorm(terrein) ten grondslag; 3 hoe verlopen de totstandkoming (inclusief partnerkeuze) en instandhouding van strategische allianties? In dit artikel worden in kort bestek antwoorden op de eerste twee vragen geïnventariseerd. De derde vraag staat centraal in Schreuder (1990). Het korte overzicht van mogelijke antwoorden op beide vragen wordt gevolgd door een schets van de implicaties van internationale concurrentie in het algemeen en de voortschrijdende Europese integratie in het bijzonder. Aller-

Prof. Dr. H. Schreuder en Dr. A. van Witteloostuijn zijn verbonden aan de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Rijksuniversiteit Limburg. Beiden zijn werkzaam binnen de Sectie Organisatie van de Vakgroep Bedrijfseconomie.