

Fusies en overnames naar Rijnlands model

Door Joeri Engelfriet en Dave del Canho

Het huidige proces rond Organon maakt pijnlijk duidelijk wat het resultaat kan zijn van de overname van Nederlandse bedrijven door buitenlandse partijen, en niet voor de eerste keer. Toch kunnen dergelijke overnames wel degelijk in het belang zijn van alle betrokkenen. Maar dan moeten stakeholder belangen veel beter worden meegenomen in alle fases van het traject. Allereerst is dat de verantwoordelijkheid van raad van bestuur en commissarissen, maar ook overheid, ondernemingsraad en de overnemende partij zelf hebben hierin een belangrijke rol. Dit artikel pleit voor een meer expliciete multi-stakeholder benadering bij fusies en overnames.

In Nederland is het Rijnlandse ondernemingsmodel het uitgangspunt bij de besturing van bedrijven. Volgens de Nederlandse corporate governance code [MC08a] is het de taak van bestuur en commissarissen om de belangen van de bij het bedrijf betrokken stakeholders (de belanghebbenden) integraal af te wegen, gericht op continuïteit. Hier wordt aan toegevoegd dat het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn een streven is. Nu vallen in het algemeen de belangen van aandeelhouders en overige betrokkenen op de lange termijn vaak samen. Immers, alleen met tevreden medewerkers, klanten, leveranciers en maatschappelijke groeperingen kun je duurzaam rendement halen en anderzijds is een goed rendement cruciaal voor de continuïteit en het succes van een onderneming. Probleem is echter dat op de kortere termijn deze belangen behoorlijk kunnen conflicteren. Deze spanning en de daardoor noodzakelijke bijzondere betrokkenheid van de raad van commissarissen in overnamesituaties worden expliciet in de Code benoemd (zie p. 7 van [MC08a], en de verantwoording op p. 47). De conflicterende belangen worden met name vaak pijnlijk duidelijk in gevallen waarbij Nederlandse ondernemingen zijn overgenomen door buitenlandse bedrijven – zoals in het geval van Organon. Voor eigenaar Merck is centralisatie van R&D belangrijk uit efficiency oogpunt, daarentegen is behoud van hoogwaardige werkgelegenheid en kennis belangrijk voor zowel de werknemers van Organon als voor de regio en voor de BV Nederland. Ook bij de verkoop van Organon door AkzoNobel in 2007 kan men de vraag stellen of dit in het belang van alle stakeholders is geweest, en die vraag hebben directie van Organon en enkele commissarissen van AkzoNobel destijds ook gesteld. Dezelfde vraag is zeker zo relevant bij de overname van ABN Amro.

In de afgelopen jaren zijn meerdere grote Nederlandse ondernemingen in buitenlandse handen gekomen. Denk aan Numico, Nuon, Essent, Océ, KLM, Connexion en eerder Hoogovens, om er een paar te noemen – Crucell kan waarschijnlijk binnenkort aan dit rijtje worden toegevoegd. In principe kan het ‘verkopen’ van de onderneming aan een buitenlandse partij bijdragen aan de belangen van alle stakeholders. In markten die liberaliseren en internationaliseren en waarbij schaalgrootte voorbeelden biedt (zoals in de luchtvaart, de energiemarkt, of de farma-industrie) kan consolidatie onvermijdelijk zijn voor het zekerstellen van de concurrentiepositie en dus de continuïteit van de onderneming – en daarmee cruciaal voor de belangen van alle stakeholders (werkgelegenheid, leveringszekerheid tegen concurrerende voorwaarden, rendement). Dit was de analyse die KLM voor de fusie met Air France in de periode 2000-2003 maakte, en deze zal ook bij Nuon en Essent gemaakt zijn. Gegeven de relatief vaak beperkte thuismarkt van Nederlandse bedrijven zal het vaker voorkomen dat in dit consolidatieproces het Nederlandse bedrijf de overgenomen partij is.

Om een dergelijk traject echt succesvol te maken voor alle betrokkenen, zouden bestuur en commissarissen bij dit soort grote beslissingen nog veel explicieter dan nu vaak het geval is de belangen van alle stakeholders in alle fases mee moeten nemen (zie ook [Ba02], p. 77 e.v). Dit geldt allereerst voor de afweging wie de beste partner is. Bij KLM was de basis van de keuze tussen Air France en British Airways een expliciete afweging van de implicaties voor alle stakeholders. Hierbij is o.a. een analyse gemaakt van de verwachte impact op het portfolio van bestemmingen – van direct belang voor klanten, werknemers en de BV Nederland. Daarnaast is een analyse gemaakt van de synergieën met beiden, inclusief of deze meer uit efficiency (lees: personeel) of juist uit inkoop- en inkomstenvoordelen bestond. En er is er een risico-analyse gemaakt, inclusief impact op partners zoals Northwest Airlines. Ook de Monitoring Commissie heeft er eerder voor gepleit dat bestuur en commissarissen zich voorbereiden op mogelijke overnamebiedingen inclusief de gevolgen voor de bij de vennootschap betrokkenen (zie [MC08b], pp. 88-89. Hier wordt overigens tevens het toezicht van commissarissen op het onderhandelingsproces genoemd in het bijzonder ingeval een of meerdere bestuurders een aanzienlijk persoonlijk belang hebben bij de mogelijke overname).

In de onderhandelingsfase zouden bestuur en commissarissen expliciet moeten kijken welke onderdelen binnengehaald moeten worden om de belangen van alle stakeholders te behartigen. Het argument van Wijers (zie [Ro10]) dat je dergelijke afspraken niet juridisch kunt vastleggen is te betwisten. Uiteraard zijn er geen garanties voor altijd te geven, maar die garanties zijn er ook niet als je zelfstandig blijft. En de beste garantie is natuurlijk om te zorgen dat het ‘eigen huis op orde is’ en dat beslissingen om activiteiten in Nederland te behouden ook bedrijfseconomisch voor de gehele groep het beste zijn. Tegelijkertijd kun je veel meer doen dan het geven van ‘garantie tot de hoek.’ Er zijn allerlei mogelijkheden in structuur en organisatie, zoals het behoud van het (verzwakte) structuurregime met voldoende onafhankelijke commissarissen, het behouden van een Nederlandse aandeelhouder met vetorechten (zoals bij Connexion), of in een evenwichtige samenstelling van managementorganen (zoals in de groepsdirectie van Air France-KLM). Daarnaast kunnen tenminste voor een bepaalde termijn specifieke garanties worden gegeven bijvoorbeeld op het gebied van behoud van merken, locatie van hoofdkantoor en shared services, investeringen, en werkgelegenheid. Afdwingbaarheid hiervan kan middels een onafhankelijke stichting geregeld worden – zoals gedaan is met de Assurances Foundation van KLM, de Nuon Foundation, en de Stichting voor Ontwikkeling van Duurzaamheid van Essent. Hierbij is het belangrijk dat de overnemende partij alleen zaken belooft of ‘weggeeft’ waaraan ze zich kan en wil houden. Iets beloven en je er later niet aan houden is dodelijk voor het wederzijdse vertrouwen, de basis van elke succesvolle fusie of overname. Daar hoort ook bij dat de overnemende partij vooraf goed snapt wat de rol en bevoegdheden van een Nederlandse raad van commissarissen en centrale ondernemingsraad zijn. Merck heeft nu onder druk van de rechtszaak van de OR van Organon besloten om alsnog met commissarissen en OR alternatieven te gaan onderzoeken. Had ze dit vanaf het begin gedaan dan had veel negatieve publiciteit en onrust onder werknemers voorkomen kunnen worden.

Immers, ook voor de nieuwe eigenaar is het belangrijk om de Nederlandse belanghebbenden mee te krijgen om de waarde van het overgenomen bedrijf te behouden en te vergroten. In de implementatiefase zouden samen met de nieuwe eigenaar de stakeholderbelangen expliciet gemonitord moeten worden waardoor opkomende issues snel geïdentificeerd en aangepakt kunnen worden. Denk bijvoorbeeld aan klanttevredenheid en medewerkertevredenheid surveys, ook gericht op gevolgen door de fusie/overname. Bij Air France-KLM is dit met succes toegepast (zie [DE08]). Van

de beurs gehaalde ondernemingen vallen niet meer onder de Code, waardoor er “een lacune kan ontstaan in de afweging van alle betrokken belangen” (zie p. 88 van [MC08b]). Ook het vrijwillig blijven toepassen van de Code zou in de onderhandelingsfase expliciet vastgelegd kunnen worden.

De overheid tenslotte speelt een belangrijke randvoorwaardelijke rol, enerzijds in wetgeving omtrent governance en het bewaken van stakeholder belangen. Anderzijds in het versterken van het ondernemersklimaat in Nederland (waaronder op het gebied van onderwijs en infrastructuur) zodat het ook bedrijfseconomisch zinnig is om hoogwaardige activiteiten in Nederland te behouden. In specifieke gevallen kan de overheid haar positie als aandeelhouder of toezichthouder gebruiken om garanties af te dwingen.

Naast het specifieke geval van fusies en overnames zou een expliciete multi-stakeholder benadering eigenlijk de basis moeten zijn van *alle* besluitvorming, aansturing en toezicht bij ondernemingen. Dit begint met het identificeren van de belangrijkste stakeholders, meestal niet heel moeilijk. Vervolgens moeten de belangen van elk van de stakeholders inzichtelijk gemaakt worden en zoveel mogelijk gekoppeld worden aan meetbare indicatoren die deze belangen concreet maken en bijdragen aan het creëren van waarde op de lange termijn. Deze stap is minder rechttoe rechtaan en voor de meeste niet-financiële indicatoren zal dit bedrijfsspecifiek vastgesteld moeten worden. Bij KLM kan één van de indicatoren de groei en kwaliteit van het portfolio aan bestemmingen zijn, bij Essent het percentage duurzame energieopwekking, en ook klanttevredenheid kan een indicator zijn. De aansturing van het bedrijf (inclusief strategieontwikkeling, monitoring en control, verslaglegging, risk management) zou vervolgens gericht moeten zijn op doelstellingen op het geheel van deze indicatoren en niet alleen op direct rendement of aandelenkoers. Dit had ook in de financiële sector veel problemen kunnen verminderen, zo niet voorkomen.

Cruciaal is dat het beloningsbeleid (van de top, maar ook van de lagen eronder) hiermee in lijn is. Je kunt nog zoveel multi-stakeholder analyses doen, maar als bestuurders in extreme mate beloond worden (denk aan de 26 miljoen euro van Rijkman Groenink; maar ook aan de financiële incentive van de commissarissen van Crucell) voor alleen directe aandeelhouderswaarde kun je je afvragen hoe serieus dergelijke analyses genomen zullen worden.

Referenties:

- [Ba02] H. Bakker, *Achter de schermen: de balanceerkunst van de commissaris bij fusies en overnames*. Schiedam: Scriptum, 2002.
- [DE08] D. Del Canho, J. Engelfriet, “Flying higher – together”. *Business Strategy Review*, 19(1): 34 – 37, voorjaar 2008.
- [MC08a] Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse corporate governance code – Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*. December 2008.
- [MC08b] Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code*. Juni 2008
- [Ro10] F. Rolvink, “Wijers: Organon leek in veilige handen”. *Het Financieele Dagblad*, 24 juli 2010. Zie ook “Wijers: Vreselijk wat er bij Organon gebeurt”. *Het Financieele Dagblad*, 23 juli 2010.

Joeri Engelfriet is mede-oprichter en -eigenaar van Del Canho & Engelfriet, een advieskantoor op het gebied van strategie, fusies en overnames. Na zijn promotie was hij werkzaam aan de VU, bij McKinsey & Company en daarna als Director Strategy and M&A bij KLM intensief betrokken bij de strategische overwegingen, onderhandelingen en implementatie van de fusie met Air France.

Dave del Canho is naast mede-oprichter en -eigenaar van Del Canho & Engelfriet tevens vice-voorzitter van de raden van commissarissen van transavia.com en van Martinair. Hiervoor was hij als Hoofd Strategie en Business Development van KLM betrokken bij de onderhandelingen met Air France en British Airways en was secretaris en implementatiemanager van de Air France-KLM Strategic Management Committee. Vóór KLM is Dave bij McKinsey, Shell en de Erasmus Universiteit werkzaam geweest.