



**Chris de Vries RV**  
Eigenaar Value Drivers  
Business Valuators

Demissionair minister Kamp wil een verplichte wachttijd invoeren voor bedrijven die ten prooi dreigen te vallen aan een vijandelijke overname. In zijn State of the European Union van 13 september jl. kondigde ook Juncker maatregelen aan: “Europa moet altijd zijn strategische belangen verdedigen. Daarom stellen wij een nieuw EU-kader voor overnames voor”. Er lijkt een tendens om de landelijke en Europese belangen te beschermen door het invoeren van beschermingsconstructies bij overnames door partijen van buiten de Europese regio. Ook voor niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn er beschermingsconstructies mogelijk zoals certificering, verlettering van aandelen en beperking van stemrechten. De stelling luidt:

## “Beschermingsconstructies verlagen de waarde van een onderneming”

Nee. De waarde van een onderneming wordt vastgesteld door te kijken naar de toekomstige geldstromen. Beschermingsconstructies hebben daar geen invloed op. Verdien capaciteit, unique selling points en risicoprofiel worden niet door beschermingsconstructies aangetast. Ze kunnen wel een negatieve invloed hebben op de prijs van de onderneming. Partijen moeten zich bij een poging tot een overname beter voorbereiden, ze maken meer kosten en de kans dat de overname slaagt is kleiner. Dat zijn barrières in de courantheid van de transactie. Dat heeft invloed op de prijsvorming die op de beurs plaatsvindt.

Ondernemingen beschikken soms over aandelenconstructies die investeerders en operationeel management verschillende zeggenschapsrechten geven. In bedrijven als Aalberts Industries, VDL en Heineken wordt zo de familiestructuur gescheiden van de ondernemingsstructuur. Dat is in principe positief. Als twintig familieleden hun zegje komen doen over belangrijke beslissingen krijg je een Poolse landdag.

Vanuit het oogpunt van een duurzame economie juich ik maatregelen om Europese ondernemingen te beschermen tegen investeerders van buiten de regio toe. Europese businessmodellen zijn meer gericht op duurzame ontwikkeling dan Chinese en Amerikaanse. Het zogenoemde Rijnlandse model stelt niet het aandeelhoudersbelang voorop, maar kijkt naar de belangen van alle stakeholders. Dit soort aspecten weegt steeds meer mee in de beoordeling van het risicoprofiel van een onderneming en dus de waardebeoordeling.

De beschermingsconstructies die Kamp en Juncker voorstellen hoeven een overname overigens niet in de weg te staan. Alleen de toetsing is steviger. Past de overname binnen het Rijnlandse model, dan kan de transactie gewoon doorgaan.



**Alexander van Rossum,**  
M&A-Adviseur/Founder  
Fortaleza Capital

Geheel mee eens. Als het door beschermingsconstructies moeilijker wordt om je aandelen te verkopen dan heeft dit negatieve gevolgen voor de waarde van de onderneming. Zeker bij familiebedrijven zie je dat vaak gebeuren: er verschijnt een mooie koper en dan gaat een familielid met een prioriteitsaandeel dwarsliggen. Eén zo'n aandeel kan de houder het recht geven om majeure beslissingen te blokkeren. Dat is niet slim afgesproken. Er komt geen deal tot stand, je kunt de waarde van de onderneming niet verzilveren en een eventuele sterkere groei in een nieuwe (bij een overname) of gecombineerde (bij een fusie) aandeelhoudersconstellatie wordt niet gerealiseerd. Als een bedrijf naar de beurs gaat, maakt het zijn aandelen verhandelbaar. Dat is de afspraak. Dan moet je ook consequent zijn en kun je niet andere landen gaan uitsluiten omdat zij hun businessmodel anders inrichten of omdat, zoals toen América Móvil destijds een bod op KPN uitbracht, er 'een enge Mexicaan' achter zou zitten. Het houdt het management scherp als je weet dat je bij onderpresteren wordt overgenomen door een partij die het beter kan. Beschermingsconstructies bieden een bestuur de gelegenheid om achterover te leunen en daarmee potentiële waardevermeerdering niet te creëren.

Als een bedrijf besluit om de deur op slot te doen, dan is dat een keuze. Ik kan me voorstellen dat dit voor sectoren zoals defensie of voor bepaalde ict-bedrijven ook een verstandige keuze is. Maar het optimaliseert de waarde van het bedrijf niet om bepaalde potentiële kopers bij voorbaat uit te sluiten. Daar is ook onderzoek naar gedaan. Bij een een-op-een-transactie krijg je gemiddeld genomen minstens tien procent minder voor je bedrijf dan wanneer je meer partijen uitnodigt om een bod te doen.