

Winst uit fusie

Over wetenschappelijk gepostuleerde mythes en de harde werkelijkheid

Hans Schenk

De statistiek is buitengewoon gebrekkig, maar geschat kan worden dat er momenteel op jaarbasis zo'n 500 tot 600 enigszins substantiële fusies en acquisities plaatsvinden waarbij Nederlandse ondernemingen rechtstreeks zijn betrokken. Over pakweg zo'n 200 daarvan hoeven we ons niet speciaal druk te maken. Dat zijn fusies en acquisities van betrekkelijk kleine ondernemingen. De transakties worden afgewikkeld tegen navenant lage bedragen, er zijn nauwelijks meso-ekonomische en geen makro-ekonomische consequenties. Anders ligt het met fusies en acquisities waarbij grote ondernemingen zijn betrokken. Doorgaans betreft het dan beursgenoteerde ondernemingen, en een fusie of acquisitie loopt in dat geval vaak via een impliciet dan wel expliciet bod op de aandelen dat al dan niet de instemming heeft van de onderneming waarop geboden wordt. Met deze fusies en acquisities is veel geld gemoeid, ook vanuit makro-ekonomisch perspectief beschouwd. Nederlandse cijfers ontbreken, maar een blik overzee (Groot-Brittannië en de Verenigde Staten) leert dat het geen uitzondering is dat de helft van alle investeringen richting fusie en acquisitie gaat, in piekjaren zelfs nog meer. Recent Brits onderzoek suggereert dat momenteel maar liefst driemaal zoveel wordt gependend aan fusies en acquisities als aan netto-investeringen in duurzame produktiemiddelen. In de VS is in 1988 meer dan 300 miljard dollar uitgegeven aan fusie en acquisities hetgeen, bijvoorbeeld, ruimschoots meer is dan de totale uitgaven aan speur- en ontwikkelingswerk. Het over-

Met ingang van de twaalfde jaargang zal TPE regelmatig in de rubriek 'Komentaar' korte stukken opnemen die stelling nemen in een aktueel politiek-ekonomisch debat of in opinierende zin ingaan op de aktualiteit. Deze eerste bijdrage is verzorgd door Hans Schenk, redakteur van TPE en verbonden aan de Fakulteit Bedrijfskunde en de research- en adviesgroep GRASP van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

grote deel van alle met fusies gemoeide financiële middelen komt voor rekening van grote ondernemingen.

Worden deze middelen in economisch opzicht zinvol besteed? Een analyse van het beschikbare (grotendeels Britse en Amerikaanse) onderzoeksmateriaal leidt tot een negatieve konklusie - zeker vanuit algemeen-economisch gezichtspunt, maar vaak ook vanuit het gezichtspunt van de betrokken ondernemingen, tenminste wanneer we die mogen houden aan hun officieel geproklameerde doelstelling: winst maken (zie voor meer details en verdere adstruktie: Schenk, 1989).

De opvatting dat fusies/acquisities economische waarde creëren (en dus moeten worden begroet met applaus) wordt voornamelijk gekoesterd onder aanhangers van de in de tweede helft van de jaren zeventig populair geworden *ex ante* studies. Deze studies baseren zich op een combinatie van 'extern gegenereerde' empirische gegevens (koersontwikkelingen rond het moment dat de fusie/acquisitie bekend wordt) en een kleine kollektie welbekende vooronderstellingen. Zij zijn voornamelijk ontsproten aan het brein van onderzoekers op het gebied van financiële analyse (in niet onbelangrijke mate thuishorend op de Universiteit van Rochester, hier te lande bekend van het tezamen met de Rotterdamse econoom Bomhoff georganiseerde tweede fase Master's programma).

De *ex ante* studies veronderstellen dat markten, in het bijzonder financiële markten (zoals de markt in aandelen) in principe efficiënt zijn. Dat wil onder meer zeggen dat de prijzen die gelden op de vermogensmarkt een waarheidsgetrouwe, op basis van alle relevante informatie vastgestelde representatie zijn van de economische waarde van het onderliggend (tastbaar of niet-tastbaar) goed. Daaraan wordt de veronderstelling gekoppeld dat partijen die opereren op die vermogensmarkt - als ze doen wat ze horen te doen - bezig zijn met het maximaliseren van de verwachte winst. Ondernemingen horen dat te doen omdat ze slechts werktuigen zijn die door agenten (managers) worden gedreven in het belang van de principalen, de aandeelhouders ('principal-agent theory'). Afwijkingen van die mores, doordat niet de winst wordt gemaximaliseerd maar iets anders (groei bijv., of het welbevinden van het management), of doordat er helemaal niets wordt gemaximaliseerd, zullen gekorrigeerd worden door krachten die zich wel gedragen naar de principes van de perfecte markt: naar winstmaximalisatie strevende speurders op overnamepad. Ziedaar, het neo-klassieke paradigma in optima forma: niet alleen als denkmodel, maar ook als drijvende kracht bij de korrektie van maatschappelijke misstanden (dan wel inkompetent management).

Noemen we vanaf nu een onderneming die een bod uitbrengt 'A' en een onderneming waarop geboden wordt 'B'. In de ogen van de efficiënte markttheoretici wordt er op B geboden indien deze onderneming zich schuldig

heeft gemaakt aan normafwijkend gedrag en bijgevolg de heersende beurskoers van aandelen B lager is dan mogelijk zou zijn indien het management van B zich wél naar behoren zou hebben gedragen. Via een bod dat de heersende koers met een premie overstijgt kommuniqueert A naar de aandeelhouders van B dat er meer winst te halen is uit hun onderneming indien hij het voor het zeggen zou krijgen. De hoogte van de premie waartegen partijen uiteindelijk zaken doen, moet nu gezien worden als een gediskonteerde vertaling van de winsttoename die gerealiseerd kan worden door A het heft in handen te geven: de efficiënte markt verwerkt immers alle (nieuwe) informatie in de marktprijs (is nu: oorspronkelijke koers plus premie). Anders gezegd: indien er door A meer betaald wordt voor aandelen B dan nodig zou zijn geweest op basis van de oorspronkelijk geldende koers, en de aandeelhouders B dus een koerswinst boeken, is er economische waarde gekreëerd. Tenminste, indien aandeelhouders A niet als gevolg van de fusie/acquisitie een verlies lijden dat groter is dan de winsten van de aandeelhouders B.

In een flink aantal zogenoemde 'event' studies is inmiddels vastgesteld dat de koers van aandelen B inderdaad stevig stijgt vanaf het moment dat er een fusie 'in de lucht hangt' (hetgeen gemiddeld het geval is ongeveer een maand vóór de afkondiging, het 'event', zelf). In de VS stijgen de koersen van een overname-kandidaat in korte tijd met zo'n 20 tot 30 procent, maar vaak ook met veel meer. Soortgelijke ontwikkelingen zijn vastgesteld voor de Britse situatie. Bovendien is vastgesteld dat aandeelhouders A er doorgaans rond het 'event' niet of slechts weinig op achteruit gaan. (Hoewel het er strikt genomen niet toe doet, is het een teken aan de wand dat zij er doorgaans niet op *vooruit* gaan.) De optelsom van de effecten op de koersen van A en B is dus, zo wordt vervolgens geredeneerd, positief, en er lijkt bijgevolg inderdaad waarde gekreëerd. "This is a healthy market in operation", zo wordt dan ook door bijvoorbeeld Jensen (1988: 23) gekonkludeerd.

Toch liggen de zaken niet zó eenvoudig. Om te beginnen is in de 'event studies' tot dusver nauwelijks rekening gehouden met verschillen in omvang tussen de overnemende onderneming enerzijds en de overgenomen onderneming anderzijds. Een klein koersverlies op aandelen A kan een grote koerswinst op aandelen B gewoon 'kompenseren', zo blijkt uit een paar studies. In dat geval kan moeilijk nog beweerd worden dat er waarde is gekreëerd. Bovendien blijkt dat, als de koersontwikkeling van aandelen A positief is rond het 'event', die ontwikkeling slechts de continuering is van een trend die reeds langer (meer dan een jaar) bestond; sterker nog, die koerswinst is rond het 'event' gewoonlijk *geringer* dan tot dat moment het geval was. Een en ander kan er op duiden dat de werkelijke aanleiding voor het bod op B niet wordt gevormd door de verwachte winsttoename na de fusie, maar door de (nog) comfortabele financiële positie van A, "especially if one anticipates that the merger may *not* be a succes" (Mueller, 1986b: 229; kursivering toegevoegd). Een interessante variatie op dit thema treedt op indien de aandelen

van A (volgens A zelf) overgewaardeerd worden door de beurs. In een dergelijke situatie ligt het voor de hand dat A zijn op papier comfortabele positie zal trachten te benutten door de aanschaf van tastbare activa vóórdat de beurs zijn fout in de gaten krijgt. Net zo goed als de beurs de ene onderneming kan *overwaarden*, kan hij een andere *onderwaarden*. Ondergewaardeerde fondsen promoveren in principe al snel tot een aantrekkelijk 'koopje', rijp om te worden opgebracht door de welig in aantal groeiende fusiemaakelaars en arbitrageurs ('arbs'). In beide gevallen is sprake van falen van de *markt* in plaats van falen van het *management*. Dsé mogelijkheid wordt door de efficiënte markttheoretici echter per assumptie van de hand gewezen. Waarmee op handige wijze tevens iedere verdenking van speculatie wordt uitgerangeerd.

Een ander probleem met de 'event studies' is, dat ze precies zijn wat ze zijn: de meting van koersontwikkelingen strekt zich veelal slechts uit tot de eerste paar maanden na de fusie/acquisitie-afkondiging. Zou de meting worden uitgebreid tot een of twee *jaar* nadat de fusie een *feit* is geworden, dan blijken geheel andere dingen. Doorgaans beginnen de koersen van het samengesmolten concern in absolute dan wel relatieve zin binnen een jaar significant te dalen, vaak zelfs zo sterk dat alle eventueel rond het 'event' gerealiseerde koerswinsten worden tenietgedaan.

Het lijkt er al met al sterk op, dat de *ex ante* studies niet alleen gebaseerd zijn op kwestieuze vooronderstellingen, maar dat ze ook nog eens hun eigen doel missen. Fusie en acquisitie zijn verschijnselen die hun effect pas tonen na verloop van enige tijd, *ex post* dus. Het gaat niet aan een konklusiever-snelling te legitimeren door gewoonweg een efficiënte markt te postuleren, hoe gemakkelijk dat met het oog op de beschikbare data ook is. De premies waarover zo indringend wordt gepraat door de *ex ante* theoretici, vertellen ons nauwelijks iets over winstverwachtingen als gevolg van fusie. De door aandeelhouders B binnengehaalde koerswinsten moeten eerder simpelweg worden gekwalificeerd als korte termijn 'windfall profits'. Indien er premies worden betaald zegt dit in feite niets meer dan dat zij nodig zijn om aandeelhouders B over de brug te halen. Een en ander rijmt met recentere studies naar de winstgevendheid van overname-doelwitten. Was het in de jaren zestig nog vaak zo, dat met name die ondernemingen in aanmerking kwamen voor een fusie-(aan)bod die beneden het gemiddelde presteerden, in de jaren zeventig-tachtig blijken vooral superieure winstprestaties veel aantrekkingskracht te hebben. Dit lijkt de definitieve douw voor degenen die fusie/acquisitie met name zien als een korrektiemechanisme voor onderpresterend management. *Ex ante* studies moeten op grond van dit alles, zo kunnen we konkluderen, met maximale skepsis benaderd worden.

De resultaten uit zogenoemde *ex post* studies ondersteunen deze skepsis ten volle. Deze studies vallen binnen de traditie van wat hier heet 'externe orga-

nisatie' of 'markttheorie' (en in de VS respectievelijk Groot-Brittannië: 'industrial organization' en 'industrial economics'). Zij beoordelen fusies en acquisities door de economische prestaties van de betrokken ondernemingen zelf te onderzoeken, aan de hand derhalve van 'intern gegenereerde' gegevens. Dat gaat overigens niet zonder problemen. *Ex post* studies zijn om te beginnen veel omslachtiger dan de *ex ante* studies, vooral doordat de verkrijging van data en de verwerking ervan tamelijk moeizaam verloopt en zeer bewerkelijk is. Maar ze worden bovenal met een principieel probleem geconfronteerd: waarmee moeten de gemeten post-fusie prestaties worden vergeleken? De enige echt juiste vergelijkingsbasis wordt gevormd door de prestaties die de betrokken ondernemingen *zouden hebben* gerealiseerd indien ze zelfstandig waren gebleven, maar het is nu eenmaal onmogelijk om niet-bestaande feiten te registreren. Sommige studies hebben zich daarom toegelegd op vergelijkingen met de prestaties van de betrokken partners voorafgaand aan de fusie/acquisitie, andere hebben kontrolegroepen samengesteld van min of meer vergelijkbare (niet-fusie-actieve) ondernemingen, en weer andere hebben een combinatie van beide gehanteerd als vergelijkingsbasis. Het is in het licht van deze problemen echter zeer bemoedigend dat alle bekende studies, hoe verschillend ook qua methode of steekproefselectie, in grote lijnen tot dezelfde conclusies komen.

Het nieuwe concern blijkt grosso modo niet méér renderend dan de samenstellende delen waren vóór de fusie. Daarnaast blijkt dat de winstgevendheid van fusie-actieve ondernemingen niet of nauwelijks afwijkt van die van vergelijkbare doch niet-fusie-actieve ondernemingen. Als er al afwijkingen optreden, dan zijn die naar beneden, enkele saillante gevallen daargelaten. Die saillante gevallen lijken in overgrote meerderheid terug te voeren op toegenomen marktmacht, zich uitend in bovennormale prijsverhogingen. (De beurs kan natuurlijk juist dáárop gespekuleerd hebben. In zoverre zou men kunnen spreken van een rationele marktverwachting, maar niet een zoals bedoeld door de aanhangers van de *ex ante* studies: hen was het te doen om verwachtingen in relatie tot *reële* waarde-toenames.) In die gevallen waarin het mogelijk was de prestaties van B ook nog te traceren nadat deze was opgegaan in A (hetgeen Ravenscraft en Scherer, 1987, voor het eerst lukte voor maar liefst enkele duizenden fusies), bleek de winstgevendheid doorgaans substantieel te zijn afgenomen, zowel ten opzichte van het verleden (met gemiddeld 50 %) als ten opzichte van vergelijkbare ondernemingen (met gemiddeld 16 %). Deze resultaten bleken bovendien nog geflatteerd aangezien een belangrijk aantal slecht draaiende acquisities in de loop van de onderzochte periode weer werd afgestoten, en daarom niet werd betrokken in de berekeningen. De - weinige - successtories bleken vooral gekoncentreerd bij fusies tussen ondernemingen van min of meer gelijke omvang (slechts 1 % op de totale steekproef van zo'n 6.000 fusies).

Nu is winstgevendheid slechts één van de verschillende maatstaven met be-

hulp waarvan mutaties in ondernemingsprestaties kunnen worden gemeten. Maar zij wordt in het onderhavige verband gezien als de met afstand belangrijkste - zeker waar Rochester-ekonomen c.s. uitbundig gebruik maken van het winstmaximalisatie-theorema. Alternatieve maatstaven zijn dan ook veel minder aan onderzoek onderworpen. Wel is er een belangrijke studie gedaan naar de eveneens sterk met efficiency samenhangende post-fusie mutaties in het marktaandeel (Mueller, 1986a). De studie omvat sterk gedesaggregeerde data met betrekking tot de 1000 grootste Amerikaanse productiebedrijven over de jaren 1950-1972. Gedurende deze periode is 38 % (!) van deze ondernemingen via fusie opgegaan in een andere onderneming. Zij bezaten tegen het einde van de periode een marktaandeel dat *kleiner* was dan het geval zou zijn geweest indien zij even goed gepresteerd hadden als een naar markt en omvang genormaliseerde niet-fusie-actieve controlegroep. De gemiddelde zelfstandig gebleven onderneming bezat in 1972 nog 88 % van haar marktaandeel uit 1950, terwijl dit voor de gemiddelde overgenomen onderneming slechts 18 % was. Uit andere studies is - waarschijnlijk samenhangend met het zojuist gemelde - gebleken dat ondernemingen die tot stand zijn gekomen via fusie/acquisitie ook minder snel groeien. Een ander effect is niet rechtstreeks onderzocht: wat gebeurt er met de innovativiteit van de betrokken ondernemingen? Maar uit het bovenstaande is wel af te leiden dat het daarmee evenmin florissant gaat. Een verbeterde prestatie op dit gebied zou zich immers op een gegeven moment moeten vertalen in een (relatief gezien) positief effect op winst of marktaandeel.

Kennelijk hebben fusies en acquisities tot gevolg dat het de overgenomen of gefuseerde ondernemingen slechter gaat dan voorheen, of dan het zou zijn gegaan indien zij zelfstandig waren voortgezet, afgemeten tenminste aan de gebruikelijke criteria. Fusie en acquisitie moeten daarmee gezien worden als activiteiten die gemiddeld genomen geen, of zelfs negatieve, economische waarde creëren. De konklusie kan ook nog anders worden geformuleerd: als ondernemingen fusie/acquisitie aangaan om meer winst te behalen, of om een grotere efficiency te realiseren, dan falen ze daarin - gemiddeld genomen - schromelijk. Maar nu doemt een nieuwe vraag op: *is* het ondernemingen daar wel om te doen? Die vraag wettigt eigenlijk een aparte bijdrage, maar de verleiding is groot hier toch enige ter zake relevante opmerkingen te maken (zie verder: Schenk, 1989).

Vooraf zij opgemerkt dat uit de hoge faalkans niet zonder meer mag worden afgeleid dat de gepostuleerde motieven ongeldig zijn. Het zou immers zo kunnen zijn, dat overnemende managers eenvoudig last hebben van ondernemende overmoed of zelfoverschatting, hetgeen wellicht gewoon menselijk is. Managers willen zich dan wel gedragen zoals het winstmaximeerders betaamt, maar het zit hen tegen bij het op het rechte pad brengen van de overgenomen onderneming. Of: het integreren van twee voorheen zelfstandige ondernemingen heeft meer voeten in de aarde dan men aanvankelijk in een

optimistische bui gedacht had. Het zal allemaal ongetwijfeld een rol spelen. Toch zijn er enkele andere opties die òn de moeite van het overdenken waard zijn òn kunnen bogen op minstens partiële empirische ondersteuning. Gebleken is bijvoorbeeld, dat overname-actieve (A-) ondernemingen doorgaans een surplus aan cash hebben. Zou het zo kunnen zijn, dat managers er voor kiezen deze 'free cash flow' aan te wenden voor investeringen c.q. kasuitgaven die niet de winst verhogen maar wel anderszins nut opleveren, namelijk nut voor hen zelf? Aanwijzingen daarvoor zijn er genoeg. Zo is uit talloze studies gebleken dat het inkomen van (top)managers aanzienlijk sterker (positief) korreleert met ondernemingsomvang dan met winstgevendheid. Uit sociaal-psychologische hoek zijn er bovendien veel aanwijzingen dat managers meer prestige ontleen aan ondernemingsomvang dan aan winstgevendheid.

Belangrijker is echter, wellicht, het meer dan eens vastgestelde feit dat de kans zelf overgenomen te worden afneemt bij toenemende ondernemingsomvang, terwijl dit niet geldt bij toenemende winst. Door zelf actief te zijn op het fusiepad wordt de kans om gewipt te worden, of voortaan genoeg te moeten nemen met een trapje lager in de managementhiërarchie, gereduceerd. Onder normale omstandigheden zou dit aanleiding kunnen geven tot een beleid van 'kleine stappen' (overnames van betrekkelijk kleine ondernemingen), in een periode van riante kas-posities (midden jaren tachtig) tot een fusie-euforie die (omdat dan snellere omvangsgroei geboden is) leidt tot het samengaan met andere grote ondernemingen. Het valt niet moeilijk in te zien dat in het laatste geval feitelijk sprake is van een zichzelf versterkende fusiegolf, een fusiespiraal: 'eat or be eaten'. Die kan er zelfs toe leiden dat ondernemingen gedwongen worden het fusiepad op te gaan, ook al zouden ze zelf anderssoortige (bijv. diepte-) investeringen prefereren. De ondernemingskas wordt enerzijds leger door de fusie-investeringen, anderzijds wordt hij, gelet op de vele onprofijtelijke fusies, niet van die kant uit weer bijgevuld - waardoor de golf op een gegeven moment weer zou kunnen wegebben, eventueel vertraagd door een hoge frequentie van (relatief kleine) afstotingen. Dat verklaart wellicht tevens waarom momenteel een groot aantal dochterondernemingen van de hand wordt gedaan.

De Europese en Nederlandse fusiegolf van dit moment wordt ook, en vooral, gelegitimeerd door verwijzingen naar een concurrentietoename die het gevolg zou zijn van '1992'. Bundeling van nationale ondernemingen zou hen sterker doen staan vis à vis concurrentie uit andere EG-landen, bundeling van Europese ondernemingen zou dit effect hebben vis à vis Amerikaanse en vooral Zuid-Oost Aziatische ondernemingen. Een bijzonder skeptische opstelling tegenover deze stellingen lijkt gerechtvaardigd op grond van twee punten. Allereerst is in het verleden gebleken dat de fusiefrequentie in Europa eenvoudigweg de Amerikaanse met enige vertraging volgde. Verwacht mag worden dat dit ook nu speelt, '1992' of niet. Op de tweede plaats geven

de *ex post* resultaten geen aanleiding te geloven dat fusie en acquisitie een onderneming überhaupt sterker maken. In zoverre de concurrentie beperkt wordt door de verschillende vormen van samenwerking, ligt bovendien eerder het tegenovergestelde in de lijn der verwachtingen. Een uitgebreide studie van de gerenommeerde Harvard-bedrijfskundige Porter, die een dezer dagen zal worden gepubliceerd, laat uit 110 gevallen er slechts 2 zien waarin een situatie van concurrentiebeperking op de thuismarkt is samengegaan met positief resultaat in de concurrentiestrijd met buitenlandse bedrijven.

In het licht van dit alles lijkt het beter ondernemingen te adviseren hun eventueel surplus aan cash te investeren in modernisering van productieprocessen en verbetering van produkten. Of is men in Europa vergeten dat de gemiddelde Japanse concurrent twee keer zoveel in procesvernieuwing investeert als hier gebruikelijk is?

Literatuur

- Fairburn, J.A., & John Kay, eds. (1989), *Mergers and Merger Policy*, Oxford: Oxford University Press
- Jensen, M.C. (1988), Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 21-48
- Mueller, Dennis C. (1986a), *Profits in the Long Run*, Cambridge: Cambridge University Press
- Mueller, Dennis C. (1986b), United States' Antitrust: At the Crossroads, in: De Jong, Henk W., & W.G. Shepherd, eds., *Mainstreams in Industrial Organization*, Dordrecht: Kluwer, 215-241
- Ravenscraft, D.J., & F.M. Scherer (1987), *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*, Washington, D.C.: The Brookings Institution
- Schenk, Hans (1989), Fusie als Economisch en Strategisch Verschijnsel, in: Bartel, J.C.K.W., & R.A.I. van Frederikslust, red., *Fusies en Acquisities*, Deventer: Kluwer (te verschijnen)