

Fusies veroorzaken recessie

De meeste fusies mislukken, en toch trappen bedrijven steeds weer in dezelfde val. Dat schaadt niet alleen die bedrijven maar ook de economie als geheel, zegt hoogleraar Hans Schenk. Sterker: "Het lijkt er op dat fusiegolven recessies veroorzaken." Tijd voor aanpassing van het mededingingsbeleid?

TOM NIEROP

het **Financieel**
management

Eind vorige eeuw kwam hij krakend tot stilstand. De alweer vijfde fusiegolf uit de geschiedenis en derde van na de Tweede Wereldoorlog. En behalve een bijkans onuitputtelijke stoet fuserende en overnemende CEO's en CFO's in kranten en televisiejournaals leverde ook deze fusiegolf, net als de vorige vier, niets op. Voor de bedrijven zelf noch voor de economie als geheel.

Aldus in telegramformaat de analyse van hoogleraar economie Hans Schenk, onderzoeksdirecteur van de nieuwe Utrecht School of Economics en al jaren een van de prominentste deskundigen op dit gebied. Zijn conclusies zijn al jaren eensluidend: bedrijven geven zich periodiek over aan fusie- en overnamedrift, maar uit bedrijfseconomisch oogpunt zijn deze operaties zelden succesvol en dat is, gezien de bestaande kennis over de optimale bedrijfsomvang in diverse sectoren, ook nauwelijks verrassend.

Uit nationaal en internationaal onderzoek blijkt dat 65 tot 85 procent van alle grotere fusies mislukt. "Die 65 procent betreft de financiële dienstverlening in de Verenigde Staten, de hoge 85 procent geldt voor sectoren als ICT en media", licht Schenk toe. Het faal-

percentage bij deze vijfde golf zou volgens hem wel eens aan de bovenkant van die bandbreedte kunnen zitten.

Wat is mislukken?

"Wij definiëren een fusie als mislukt als deze geen positieve invloed heeft op de winstgevendheid, innovatie, productiviteit, de groei van het marktaandeel of de aandeelhouderswaarde, vergeleken met de situatie waarin er geen fusie op touw was gezet. Als de vijftien procent wel geslaagde fusies het negatieve effect van de 85 procent mislukkingen zouden compenseren, zou je per saldo nog van een gunstig totaaleffect kunnen spreken, maar ook dat is niet het geval."

5.800 miljard dollar

Geen vrolijk beeld. En Schenks rekensommetje over de hoeveelheid kapitaal die verloren gaat maakt het er niet beter op. "Tussen 1995 en 1999 bedroeg de totale transactiewaarde aan Europese en Amerikaanse fusies ongeveer negenduizend miljard dollar, ofwel twintig keer het bruto nationaal product van Nederland. Als de aandeelhouders van overgenomen bedrijven dat geld productief zouden





Hans Schenk: "Er is de afgelopen jaren een bedrag over de balk gesmeten van vier keer het Britse binnenlands product."

FOTO: SIMONE VAN ES

'Je kunt individuele bestuurders niet diskwalificeren op basis van hun mislukte fusies.'

besteden is er nog niet zoveel aan de hand, maar dat gebeurt niet, het wordt grotendeels besteed aan volgende overnames. Uitgaande van de laagste faalschatting van 65 procent, kom je dan op een totaalbedrag dat over de balk wordt gegooid van 5.800 miljard dollar. Voor de goede orde, dat is vier keer het bruto binnenlands product van Groot-Brittannië." Daarmee rijst volgens Schenk de vraag wat het macro-economisch effect van dit alles is, en of in dat verband wellicht maatregelen gerechtvaardigd zijn - maar daarover later meer. Inmiddels is de na een fusiehaussie gebruikelijke ontvluchtingsgolf alweer in volle gang. Schenk: "De bedrijven die het meest fuseerden, ontvlechten nu het drukst. Kijk naar Numico, KPN, Getronics. Afgaande op de fusiegolven uit de jaren zestig en eind jaren tachtig, die uitputtend zijn onderzocht, kun je verwachten dat circa zestig procent van alle fusies weer ongedaan zal worden gemaakt. De opbrengsten van deze vijfde fusiegolf zijn nog geringer dan van de vorige golven. Of liever gezegd: de verliezen nog groter. Er waren niet alleen meer fusies, maar deze fusies vergden veel hogere bedragen dan tijdens eerdere golven het geval was." ▶

Irrationeel

Dat de meeste fusies mislukken is genoegzaam bekend. Ook de periodieke onderzoeken van KPMG wijzen bijvoorbeeld in die richting. Toch laten CEO's en CFO's zich steeds opnieuw verleiden tot dit collectieve gezelschapsspel. Valt ze iets te verwijten? Schenks antwoord lijkt verrassend. "Nee. In hun plaats zou ik hetzelfde doen."

Voordat hij uitlegt waarom, eerst een aantal factoren die het periodiek optreden van irrationele fusiekoorts volgens hem niet verklaren. Allereerst de jacht op aandeelhouderswaarde, die bedrijfsleiders zou opzweepen tot economisch onverantwoorde acquisities. Ofschoon de aandeelhouders van de 'doelwitten' er bij

een overname qua aandeelhouderswaarde vaak inderdaad op vooruitgaan, geldt dat juist niet voor de aandeelhouders van de actieve partijen - de overnemers. "Aangezien de overgenomen partij vaak veel kleiner is dan de overnemende partij, weegt de winst aan de ene zijde niet op tegen het verlies aan de andere zijde. En dan praat ik dus over die fusies, waarover destijds juist het gunstigst is geschreven in termen van aandeelhouderswaarde", onderstreept Schenk. De veelbesproken salarissen van de topmannen spelen volgens hem hoogstens een zijdelingse rol. "Uit recent onderzoek blijkt dat *executive income* vooral wordt bepaald door de omvang van de onderneming, en dus niet door winstgevendheid, aandeelhouderswaarde of iets

anders. Dat betekent dat topbestuurders van een fusie of overname in elk geval niet slechter zullen worden. Maar volgens mij speelt dat geen determinerende rol, hoogstens een afgeleide. Ze zullen een fusie niet om persoonlijke redenen tegenhouden."

Spijtafweging

Twee zaken verklaren volgens Schenk wél het irrationele fusiegedrag. Allereerst het verschil tussen 'meten en weten'. "Het is net als met roken. Dat het slecht is voor de gezondheid was al heel lang bekend, maar het duurde meer dan twintig jaar voor er een gedragsreactie kwam."

Maar de hoofdverklaring is volgens hem de

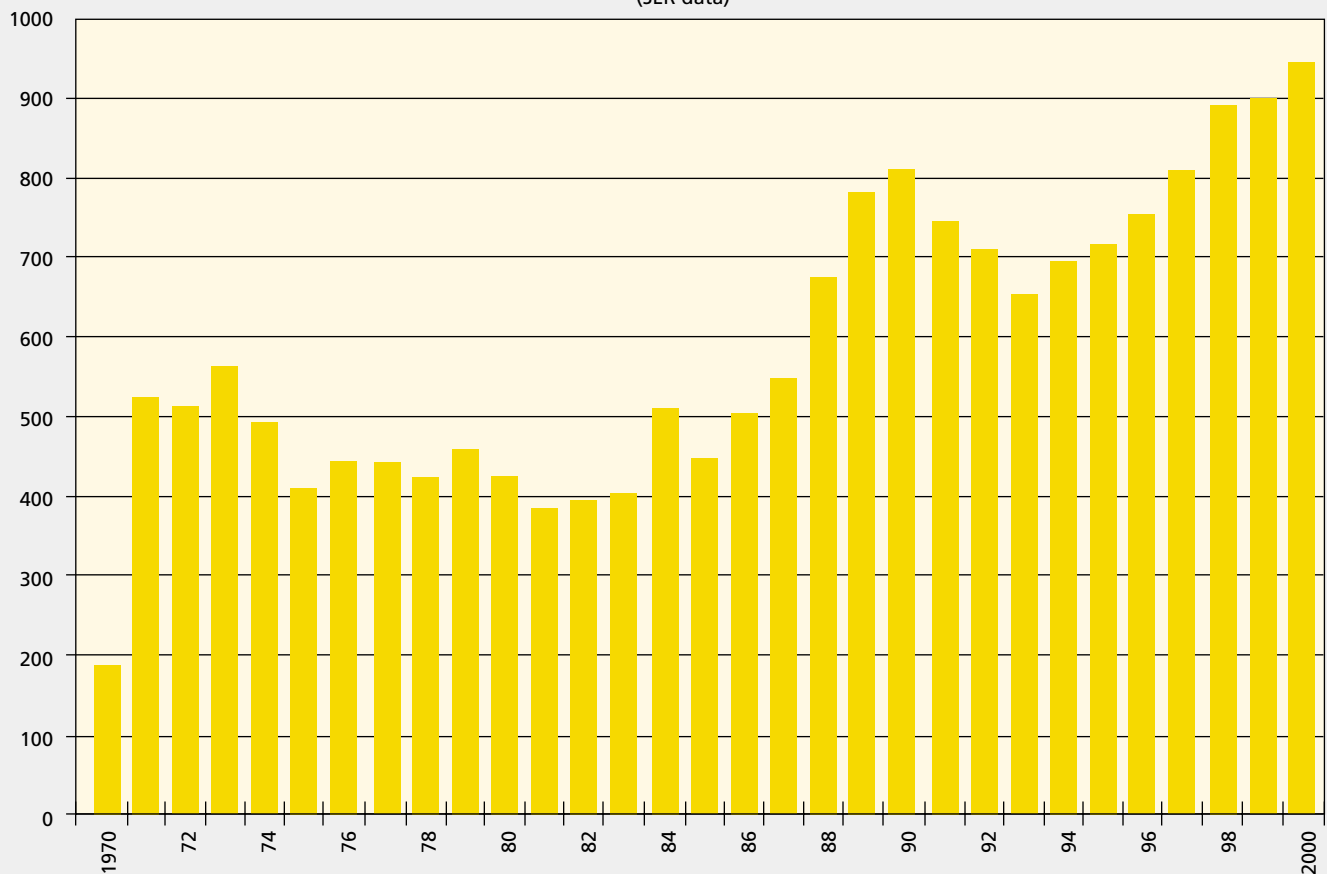
Fusies in Nederland 1970-2000 (aantallen)

De Nederlandse fusiegolven volgen in grote lijnen de Angelsaksische. Afgemeten aan het dal in 1985, verdubbelde het jaarlijkse aantal grote fusies in vijftien jaar (ruim) tot zo'n 950. Eerder, tijdens de derde fusiegolf, was sprake van een verdrievoudiging tussen 1963 en de piek in 1969. Buitenlandse acquisities door Nederlandse ondernemingen zijn niet in deze tijdreeks opgenomen omdat deze niet

behoeven te worden aangemeld bij de SER. Zouden ze wel zijn meegenomen, dan zou de figuur vooral tijdens de tweede helft van de jaren negentig een veel hogere piek hebben vertoond. Zie voor meer informatie het boek *Fusies & Acquisities*, onder redactie van Bartel, Van Frederikslust en Schenk (Elsevier Business Intelligence, 2002).

Fusies en acquisities in Nederland, 1970-2000

(SER data)



Bron: SER/Schenk

veelal impliciete vraag van CEO's, CFO's en andere topbestuurders wat hen uiteindelijk meer spijt zou opleveren: het wel meedoen aan een fusiegolf die uiteindelijk slecht voor allen blijkt te zijn - zoals nu steeds gebeurt - of het niet meedoen aan een fusietrend die uiteindelijk wél slim blijkt.

Schenk: "Die vraag is vooral relevant omdat de wereldmarkt in vrijwel alle sectoren wordt gedomineerd door slechts een half tot een heel dozijn bedrijven. De concurrenten houden elkaar nauwlettend in de gaten en de acties van één speler zijn van direct belang voor de andere. Als één concurrent een voordeel behaalt en je besluit niet mee te doen, dan zit je verkeerd en loop je een economische achterstand op. Dus vragen de andere bedrijven zich bij een grote acquisitie af of de overnemer misschien iets op het spoor is dat zij niet zien. De spijt die men vreest te krijgen door niet mee te doen aan iets dat uiteindelijk wel slim blijkt te zijn, geeft uiteindelijk de doorslag. Iedereen doet dus mee. Ook de kleinere partijen."

Schenk noemt dit het 'minimax-spijtprincipe'. Ook al laten slechts enkele bedrijven zich hierdoor leiden, dan toch mondt dit onvermijdelijk uit in een fusie-explosie. "Andere bedrijven realiseren zich immers dat zij een mogelijk doelwit zijn. Daartegen bestaat, zo blijkt uit de statistiek, slechts één remedie: omvang. Iedereen moet dus meegroeien."

Noodgedwongen

Fuseren en overnemen is bedrijfseconomisch dus meestal irrationeel, maar strategisch rationeel, concludeert Schenk. "Ik zou het zelf ook doen. Individuele CEO's en CFO's kunnen dit niet oplossen. Als er één begint, moeten de anderen bijna noodgedwongen volgen. Ook al omdat er in zo'n periode een enorme druk ontstaat van de kant van analisten, investeringsbanken en de media om mee te doen. Je kunt individuele bestuurders dus niet diskwalificeren op basis van hun mislukte fusies. De vrije markt werkt blijkbaar zodanig dat bedrijven periodiek in problemen komen, zoals we nu ervaren."

Dat neemt niet weg dat het resultaat van deze golfbewegingen dramatisch is, zowel voor de betrokken bedrijven als in breder economisch verband. Schenk herhaalt het nog maar eens: "Er is de afgelopen jaren in Europa en de Verenigde Staten een bedrag over de balk gesmeten ter grootte van vier maal de omvang van het Britse binnenlands product. Zo'n verlies aan productief kapitaal moet haast wel een macro-economisch effect hebben."



'De vrije markt werkt blijkbaar zodanig dat we periodiek in problemen komen.'

Maatschappelijk belang

De hoogleraar gooit er nog een schepje bovenop: "Mijn stelling is dat grote fusies mede de recessie hebben veroorzaakt. Alle fusiegolven uit de vorige eeuw zijn gevolgd door een recessie. Alleen is het verband nooit op die manier gelegd. Toch lijkt het er sterk op dat fusiegolven recessie veroorzaken. We zijn nu bezig om te proberen dat verband door onderzoek hard te krijgen."

Gezien het maatschappelijk belang rijst volgens hem de vraag of overheden op enigerlei wijze moeten ingrijpen in dit periodieke afbraakproces.

En?

"Dat is een politieke afweging."

Wat vindt u zelf?

"Ik denk dat je tegen een vernietiging van middelen op zo'n grote schaal in elk geval een barrière moet inbouwen."

Hoe?

"Dat moet dan langs de weg van het mededingingsbeleid. Grote fusies worden nu al getoetst, in de VS maar ook door de Europese Commissie. Alleen kijkt men nu slechts naar de allocatieve effecten: wordt het marktaandeel niet zo groot dat bedrijven het prijsmechanisme in de war kunnen schoppen? Belangrijk zou zijn om daarnaast ook naar de productieve

effecten te kijken, zoals het effect op winstgevendheid, productiviteit en innovativiteit.

Ik kan me voorstellen dat van bedrijven bij grote fusies wordt verlangd dat ze aan de Commissie een soort efficiency-protocol voorleggen, waarin ze aannemelijk maken dat de voorgenomen krachtenbundeling economisch rationeel is. Die verplichting zou op zichzelf wellicht al een voldoende rem betekenen omdat verreweg de meeste fuseerders daartoe niet in staat zullen zijn. Overigens is dit voorstel niet zo vreemd als het misschien lijkt.

In de VS mogen bedrijven een omstrede fusie nu al verdedigen met zo'n efficiency-protocol. Op die manier kunnen ze proberen aan te tonen dat de positieve productieve effecten van de desbetreffende fusie groter zijn dan de nadelen op het gebied van de mededinging. In Brussel wordt momenteel overwogen een dergelijke 'efficiency defence' eveneens mee te wegen. Als je dan toch al a zegt kun je ook b zeggen, vind ik."

Puur geluk

Schenk heeft zijn verhaal al met heel wat raden van bestuur doorgesproken, vertelt hij.

In grote lijnen onderschrijven ze zijn analyse van hoe de fusiegolven tot stand komen. Of er wel of niet tegen moet worden opgetreden is uiteraard een andere kwestie, volgens hem vooral omdat bedrijven zich niet realiseren hoe groot het mogelijke macro-economische effect is. Wel vragen bedrijven hem soms om concreet advies over hun fusiestrategie. Gezien de beschreven strategische 'dwangbuis' voor individuele bedrijven, staat hij dan in feite met lege handen.

"Het enige dat ik ze dan kan adviseren is om een geacquireerd bedrijf zo lang mogelijk zo zelfstandig mogelijk te houden. Dan laat je de buitenwereld zien dat je het kunt, maar kun je zo'n bedrijf later ook weer makkelijk afstoten. Als een combinatie toch succesvol blijkt, kan integreren altijd nog. Verder zou je kunnen zeggen: betaal in cash en niet in aandelen, want die eerste doen het minder slecht. Waarschijnlijk geven bedrijven 'eigen' geld minder makkelijk uit dan geld van aandeelhouders. Maar dit advies is een beetje gratuiet, want de omvang van de hedendaagse fusies is niet meer in cash te financieren."

Een beperkt deel van de fusies en overnames slaagt wel. Is succes te voorspellen?

"Nee, het is vooral een kwestie van toeval, of zo u wilt, geluk. Anders zouden we de steen der wijzen hebben gevonden." ■