

Analyse van een fusie

H.G. Barkema, S.W. Douma en B.T.M. Steins Bisschop, Analyse van een fusie: strategische, financieel-economische en juridische aspecten van de fusie tussen Nationale-Nederlanden en NMB Postbank Groep, Academic Service, 1992, f 29,90.

Begin vorig jaar werd de financiële berichtgeving in Nederland gedomineerd door de vraag of de voorgenomen fusie tussen Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep werkelijk doorgang zou vinden. Er was immers verzet gerezen van een aantal zijden. Enkele institutionele aandeelhouders, waaronder Robeco, hadden in het openbaar laten weten niet gelukkig te zijn met de ruilverhouding. Zij meenden dat het (certificaat van) aandeel Nationale-Nederlanden te weinig opbracht in het aangekondigde omwisselingsvoorstel en eisten verhoging van die opbrengst. Ook de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) had zich uitgesproken tegen de fusie, althans tegen de voorwaarden waaronder deze fusie tot stand zou komen. De VEB organiseerde een actie om certificaathouders NN te bewegen hun stukken niet aan te melden. De verzekeringstussenpersonen, verenigd in de NVA, stelden een boycot tegen Nationale-Nederlanden in. Zij voelden zich in de steek gelaten door de marktleider, die zich altijd zo sterk had gemaakt voor het Nederlandse systeem van onafhankelijke tussenpersonen. En tot slot roerde ook Aegon, het op-één-na-grootste verzekeringsbedrijf van Nederland, zich opvallend in de publiciteit. Aegon voerde het eigen aandelenbezit in Nationale-Nederlanden op van 5 naar 10% en hield lang vol dat men dit pakket niet aan zou melden. Kortom, het was tussen 5 november 1990, toen de fusie werd aangekondigd, en 1 maart 1991, toen deze werd beklonken, een ongekend spannende tijd voor de fusiepartners en voor vele betrokkenen daaromheen¹.

Nu ging het hier natuurlijk om een bijzondere fusie. Niet alleen vanwege de grootte van de twee betrokken partijen, maar ook vanwege het voor Nederland nieuwe verschijnsel dat het resultaat zou zijn van de fusie: een verzekerbank. Terwijl in het bui-

tenland termen als 'Allfinanz' en 'bancassurance' al ingeburgerd waren, moest in het Nederlands een neologisme worden gevonden om de voorgenomen Internationale Nederlanden Groep (ING) te benoemen. De liberalisering van het structuurregime stelde Nederlandse ondernemingen in staat deze internationale trend te volgen. Zowel voor als na de fusie tussen NN en de NMBPG is hiervan ook door andere ondernemingen gebruik gemaakt.

Over deze fusie is dezer dagen een interessant boekje verschenen, geschreven door de Tilburgse hoogleraren bedrijfseconomie Barkema en Douma, te zamen met de jurist Steins Bisschop die verleden jaar promoveerde op het onderwerp beschermingsconstructies. In hoofdstuk 1 van dat boek wordt een chronologisch overzicht gegeven van alle relevante gebeurtenissen rond de fusie vanaf midden 1990 tot april 1991. Er wordt daarbij gebruik gemaakt van openbare bronnen, zodat weliswaar geen nieuwe feiten bekend worden, maar het hele gevecht in zeer geserreerde vorm nogmaals aan de lezer voorbijtrekt. In hoofdstuk 2 volgt dan een strategische analyse van de fusie. De motieven tot fuseren van beide partners passeren de revue en deze worden verklaard vanuit de ontwikkelingen op hun markten en hun eigen strategische posities en opties. Voor Nationale-Nederlanden wordt geconcludeerd dat het beschikbaar komen van de Postbank als distributiekanaal een bedreiging vormde, te meer daar de thuismarkt voor NN nog steeds van onevenredig groot financieel belang was. NN's internationalisatie verliep namelijk niet zonder problemen. Door een fusie met de NMB Postbank Groep kon NN die bedreiging wegnemen. Voor de NMBPG was deze fusie aantrekkelijk omdat zij er relatief gunstige voorwaarden aan kon verbinden. De NMBPG was namelijk

een mooie bruid die haar partners voor het kiezen had en tegen elkaar kon uitspelen. Zij heeft daarvan, volgens deze analyse, ook goed gebruik weten te maken: NN heeft een hoge prijs moeten betalen.

Hoe hoog die prijs was, is een van de onderwerpen van hoofdstuk 3. Daarin wordt gebruik gemaakt van de methode van een 'event study' om een aantal financieel-economische vragen te beantwoorden. In een event study wordt op basis van een model van de aandelenmarkt bezien of een specifieke gebeurtenis tot onverwachte aanpassingen van de aandelenkoers heeft geleid. Uit zulke koersaanpassingen wordt vervolgens afgeleid of de gebeurtenis voor de aandeelhouders 'goed nieuws' of 'slecht nieuws' is geweest. Volgens de huidige financieringstheorie mag er ook uit worden afgeleid of er positieve dan wel negatieve welvaartseffecten zijn opgetreden – ik kom daar nog op terug.

Over dit hoofdstuk verscheen al een voorpublicatie in dit tijdschrift, gevolgd door enige discussie (die blijkens perspublicaties nog is voortgezet bij de verschijning van het boek)². Volstaan kan hier derhalve worden met de conclusies dat 1. volgens deze analyse door de fusie geen additionele waarde is gecreëerd en 2. er wel een waardeoverheveling heeft plaatsgevonden van de aandeelhouders NN naar de aandeelhouders NMBPG ten bedrage van circa f 1 miljard.

Fundamentele vragen

Nu is het interessant dat dezer dagen een soortgelijke analyse verschijnt in het *MAB*³. In deze studie wordt van dezelfde methodologie als bij de event study gebruik gemaakt. Het voornaamste verschil is dat de tijds-

1. Zoals wellicht bekend werd schrijver dezes door de fusiepartners uitgenodigd zich een onafhankelijk oordeel over de strategische merites van de fusie te geven. Ook dit was uiteraard een exceptionele aangelegenheid, die begrepen kan worden tegen de achtergrond van het onstane rumoer over de ruilverhouding. De analyse verscheen in de kolommen van dit blad op 16 januari 1991.

2. H.G. Barkema, De welvaartseffecten van de fusie Nationale Nederlanden-NMB Postbank Groep, *ESB*, 26 februari 1992. In *ESB* van 11 maart j.l. reageerde de heer Jacobs van ING.

3. R.H.M.A. Cremers en A. Tourani Rad, De fusie tussen Nationale Nederlanden en NMB-Postbank Groep: een empirisch onderzoek naar de welvaart van de aandeelhouders, *MAB*, maart 1991.

perioden die gebruikt worden voor de modelspecificatie en de resultatschattingen afwijkend zijn. De auteurs komen echter tot een geheel andere conclusie, namelijk dat beide groepen aandeelhouders er door de fusie op vooruit zijn gegaan. Volgens de financieringstheorie is er dan door de fusie wel extra waarde gecreëerd (en valt deze toe aan de aandeelhouders).

Over deze verschillende uitkomsten kunnen nog interessante gedachtenwisselingen onder vakgenoten volgen. Het zou nuttig zijn als in die mogelijke discussies ook de meer fundamentele vragen rond deze methodologie en de achterliggende theorie aan bod zouden komen⁴. Wat immers gemeten wordt, is een aanpassing van de verwachtingen op de aandelenmarkt, zoals tot uiting komend in de koersniveaus en het koersgedrag. De aandeelhouders NMBPG verkregen een (vóór de fusie) onverwachte bonus op hun aandelenbezit, daarover zijn beide studies het eens. Volgens Barkema e.a. werd die bonus geheel gefinancierd door de certificaathouders NN. Volgens het MAB-onderzoek verkregen die certificaathouders NN ook een premie, tot uiting komend in een onverwacht 'buitengewoon' positief rendement. Dat zou kunnen indien de fusie door de markt positief wordt gewaardeerd, bij voorbeeld omdat allerlei synergetische voordelen worden verwacht. Dat is dan ook de conclusie in het MAB. Maar alvorens zo'n conclusie te kunnen trekken, moet beseft worden dat in de aandelenkoers twee verschillende waarderungen tot uiting komen. Het gaat ten eerste om de waardering van een fonds als geheel. Ten tweede gaat het om een waardering van het deel van 'de totale koek' dat beschikbaar zal komen voor de aandeelhouders. Ook wijzigingen in die verwachtingen, los van de vraag of de totale koek verandert, komen tot uiting in de aandelenkoers. Het lijkt mij niet onmogelijk dat het laatstgenoemde effect ook voor veel koersbeweging bij NN heeft gezorgd. De certificaathouders NN kregen immers naast de oorspronkelijk toegezegde certificaten en warrants ING later ook nog de keuze tussen f 6,50 in contanten of een additioneel 0,15 certificaat ING.

Leap of faith

Meer in het algemeen lijkt mij dat er vraagtekens te plaatsen zijn bij de methodologie die ten grondslag ligt

aan beide studies en bij de conclusies die de financieringstheorie aan zulke studies meent te mogen verbinden. Zoals uiteengezet, werd deze methodologie oorspronkelijk ontwikkeld voor de beoordeling van de vraag of nieuwe informatie door de markt als 'goed nieuws' dan wel 'slecht nieuws' werd beoordeeld. Daarvoor was het noodzakelijk om het moment van publicatie van de nieuwe informatie zo nauwkeurig mogelijk te isoleren. In deze studies nu wordt niet een tamelijk nauwkeurig te isoleren gebeurtenis onderzocht, maar een proces dat zich over vele maanden heeft uitgestrekt. Daardoor moeten tijdsperioden in het onderzoek worden gespecificeerd, die zo ruim bemeten zijn dat allerlei 'confounding effects' zullen gaan optreden. Zulke verstorende factoren kunnen optreden rond de bestudeerde fondsen (bij voorbeeld ander nieuws dat tijdens het fusieproces naar buitenkomt), in hun bedrijfstakken of in het algemeen (de Golfcrisis, de conjunctuur). Hoe langer de te bestuderen periodes, hoe meer dit verschijnsel zal gaan optreden en des te onzuiverder de beoordeling van de fusie als zodanig wordt. Voor wat betreft de conclusies die aan dit soort onderzoek kunnen worden verbonden het volgende. In strikte zin worden marktverwachtingen voor de bestudeerde gebeurtenis vergeleken met de aangepaste marktverwachtingen daarna. Conclusies kunnen dus luiden in termen van aanpassingen van verwachtingen. De financieringstheorie gaat echter verder en meent conclusies in termen van reële welvaartseffecten te kunnen afleiden. Daarvoor is echter een aantal veronderstellingen nodig. Die veronderstellingen betreffen onder meer de rationaliteit van marktverwachtingen, de werking van het marktproces en de plaats van aandeelhoudersclaims te midden van andere claims op de toekomstige kasstromen van ondernemingen. Zonder inzicht in het realiteitsgehalte van die veronderstellingen, ook in Europese institutionele contexten, zijn conclusies over reële welvaartseffecten in wezen een 'leap of faith'. Het vierde hoofdstuk van het boek bevat de juridische beschouwingen over de fusie en de daarbij gevolgde procedures. Ook daarin zijn elementen opgenomen die nog veel stof tot nadenken en discussie bevatten. Vergelijking van de juridische spelregels rond fusies en overnames met de gang van zaken rond de totstandko-

ming van de Internationale Nederlanden Groep leidt tot de conclusie dat "...sommige van de besproken regels niet volledig, naar letter en geest, zijn nageleefd." Het belangrijkste punt betreft de bescherming van ING met preferente aandelen. De wijze waarop de vennootschap door preferente aandelen is beschermd, lijkt de auteurs in strijd met het Fondsenreglement. Ook de daarbij gevolgde procedure verdient geen schoonheidsprijs. Terecht wordt opgemerkt dat de beoordeling van dit fusieproces op zichzelf weliswaar interessant is, maar dat de voorbeeldfunctie die uit zou kunnen gaan van dit geval en de daarop volgende juridische beschouwingen van meer gewicht is. Het boek wordt afgesloten met een resumé van de voornaamste conclusies, geplaatst in een ruimere context.

Zoals duidelijk geworden zal zijn, valt dit boek aan te raden voor een ieder die zich interesseert voor ontwikkelingen binnen vennootschappelijk Nederland. In de eerste plaats bevat het boek een handzame samenvatting en beoordeling van een recent, belangrijk en 'spannend' fusieproces. Voorts wordt de bredere reikwijdte van de beschouwingen door de auteurs terecht aangegeven, vooral in het juridische hoofdstuk. Ook onder wetenschappelijke vakgenoten biedt het boek nog aanleiding tot vervolgdiscussies, bij voorbeeld over de financieel-economische bevindingen. De strategische analyse is nuttig voor degenen die zich nog eens willen bezinnen op ontwikkelingen in de financiële sector (en de analogieën met andere sectoren). Maar het belangrijkste lijkt mij dat hier een boekje voorligt waarin een actueel en belangrijk maatschappelijk fenomeen, zoals deze megafusie, in kaart wordt gebracht en wordt becommentarieerd vanuit een goede theoretische achtergrond. Zulke interactie tussen wetenschap en praktijk kan alleen maar worden toegejuicht: beide worden in dat proces getoetst. Warm aanbevelen.

Hein Schreuder

4. Zo zou het ook interessant zijn om te weten te komen welke verklaring kan worden gevonden voor de bevinding van Barkema e.a. dat na de fusie niet alleen de bèta van ING hoger is dan die van NN en NMBPG afzonderlijk, maar dat ook de bèta's van AEGON en AMEV substantieel gestegen zijn.