

# De fusie tussen Nationale Nederlanden en NMB Postbank Groep

**Begin deze maand werd de fusie aangekondigd tussen Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep. Als deze fusie doorgaat heeft ze gevolgen voor de verschillende bij de bedrijven betrokken belangengroeperingen. Dit leidde reeds tot relatief grote koersbewegingen van de aandelen van beide bedrijven. In dit artikel wordt theoretisch en empirisch ingegaan op een aantal financieel-economische aspecten achter deze koersbewegingen.**

**DRS. O. COUWENBERG – DR. J.H. VON EIJE – DRS. P.P.M. SMID\***

Op maandag 5 november werden de noteringen van de koers van Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep op de Amsterdamse effectenbeurs opgeschort. De beurs reageerde de volgende dag heftig op de aankondiging van de voorgenomen fusie van de grootste Nederlandse verzekeraar en de op twee na grootste bank in ons land. De koers van de aandelen van het verzekeringsconcern daalde met 10%, terwijl de aandelen van de bankcombinatie ongeveer even sterk stegen. De reden voor deze reactie lag volgens financiële specialisten bij de door het management overeengekomen ruilverhouding voor beide groepen aandeelhouders.

In dit artikel gaan we in op de achtergronden van de huidige fusiegolf tussen banken en verzekeringsinstellingen. Vervolgens besteden we aandacht aan de organisatiestructuur van de beoogde fusie. Daarna bespreken wij de gehanteerde ruilverhouding tussen aandelen Nationale Nederlanden en aandelen NMB Postbank Groep. Ook besteden wij aandacht aan de belangentegenstelling die er kan bestaan tussen managers en aandeelhouders van fuserende bedrijven. Ons tentatieve onderzoek richt zich in dit kader ten slotte op enerzijds het risico dat door deze beide groepen wordt gedragen en anderzijds op de vraag in hoeverre de beoogde synergie-effecten de fusiekosten overtreffen.

## **Samenwerking tussen banken en verzekeraars**

Momenteel gaat een belangrijk aantal, deels grote, banken en verzekeringsbedrijven in Nederland samenwerkingsverbanden aan. In theorie zijn er verschillende voordelen verbonden aan de samenwerking tussen banken en verzekeringsbedrijven. Men hoopt bij voorbeeld eventuele overcapaciteit beter te kunnen benutten. Ook kan men profijt hebben van de informatie die bij beide bedrijven over de klanten aanwezig is en komen tot een overdracht van kennis tussen beide bedrijven. Zo hebben banken een uitgebreide kennis van de risico's van kredieten. Vooral op de zakelijke markt zouden verzekeraars hiervan kunnen profiteren. Bovendien zou men het eventuele betere image

van de ene sector op de andere kunnen overdragen. Ten slotte zou men door de fusie additionele macht op in- en verkoopmarkten kunnen uitoefenen. 'Small is beautiful' zou wel eens niet kunnen opgaan bij de verkoop van financiële producten<sup>1</sup>. Als nadelen kunnen worden genoemd dat de fusie een ontwijkingsstrategie kan zijn bij nulgroei. Men kan de individuele flexibiliteit verliezen. De vooroordelen bij de klanten kunnen op de andere sector worden overgedragen. Het achterliggende supermarktidee hoeft niet aan te sluiten bij de behoefte van veel klanten aan een goede individuele advisering. Als laatste kunnen werknemers overbelast worden<sup>2</sup>.

Tot voor kort bleven de fusies in de financiële sector in Nederland beperkt tot fusies binnen de bancaire sector en binnen de verzekeringssector. De fusies tussen banken en verzekeringsbedrijven werden tegengegaan door juridische belemmeringen. In dit kader verdient het zogenaamde structuurbeleid vermelding. Het structuurbeleid had tot doel vergaande samenwerking tussen banken en verzekeraars tegen te gaan om te grote financiële concentraties te verhinderen. De versnelling van het proces van Europese eenwording heeft er toe geleid dat in Nederland per 1 januari 1990 het structuurbeleid werd afgeschaft. Het slechten van deze juridische barrières maakt de huidige fusies mogelijk.

\* De auteurs zijn universitair docent aan de Faculteit der Economische Wetenschappen, universitair hoofddocent aan de Faculteit Bedrijfskunde en universitair docent aan de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Rijksuniversiteit Groningen. Zij zijn J.S. Ronner en J.A.M.J. Schipperijn erkentelijk voor hun commentaar op dit artikel. Uiteraard blijven de auteurs verantwoordelijk voor de uiteindelijke inhoud.

1. Het groot zijn is in deze sector uiteraard niet voldoende. Men dient ook het eigen huis op orde en de organisatie flexibel en effectief te hebben. Zie R.W.P. Reibestein, Hergroepering in de financiële sector (I), *ESB*, 29 november 1989, blz. 1188-1190, en J.F.M. Peters, Hergroepering in de financiële sector (II), *ESB*, 29 november 1989, blz. 1191.

2. Zie bij voorbeeld E. Helten, *Synergieeffekte durch Kooperation von Banken und Versicherungen?*, Institut für betriebswirtschaftliche Risikoforschung und Versicherungswirtschaft, Ludwig-Maximilians-Universität München, 1989.

## De organisatiestructuur

De betrokken fusiepartners hebben gekozen voor een holdingstructuur. De oorspronkelijke ondernemingen zullen hierin als afzonderlijke werkmaatschappijen opereren. Men kan zich afvragen of dit wel de meest geëigende vorm is. Er zijn ook andere samenwerkingsvormen mogelijk. Men kan alleen elkaars verkoopkanalen benutten, deelnemen in elkaars vermogen en, zeer vergaand, het bank- en verzekeringsbedrijf niet alleen binnen dezelfde rechtspersoon, maar ook organisatorisch binnen dezelfde onderneming uitoefenen<sup>3</sup>.

Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep willen evenwel niet tot deze meest vergaande vorm van samenwerking komen. In het door beide bedrijven op 5 november uitgegeven persbericht staat op blz. 1: "De motieven voor de fusie zijn vooral gelegen in de mogelijkheden elkaar financieel en commercieel te versterken". Banken hebben meestal behoefte aan de vermogens van de verzekeringsinstellingen, terwijl de verzekeringsbedrijven eerder voordelen hebben van de bancaire afzetkanalen<sup>4</sup>. Men kan zich dan ook afvragen waarom met name Nationale Nederlanden voor de holdingstructuur kiest. Nog minder vergaande vormen van samenwerking kunnen ook de beoogde commerciële voordelen bieden. Ons idee is dat de beoogde vorm van samenwerking vooral zal zijn ingegeven door de financiële kracht die de nieuwe houdstermaatschappij zou kunnen uitoefenen. De organisatorische structuur werkt daarmee in het voordeel van de bank.

## De ruilverhouding

In het geval van de fusie tussen Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep is er sprake van een aandelenruil. Tegen welke voorwaarden kan een aandelenruil tot stand komen? Men zou in principe twee wegen kunnen kiezen.

Men kan uitgaan van de gedachtengang dat de beurskoersen van de ondernemingen dienen te worden gebruikt ter bepaling van de ruilverhouding.

In het onderhavige geval heeft men gekozen voor een andere weg. De aandeelhouders van de beide ondernemingen krijgen in ruil voor hun oude eigendomsbewijzen, aandelen, obligaties en warrants in een nieuw op te richten holding (NEWCO) tegen een van tevoren door de fusiepartners overeengekomen ruilverhouding<sup>5</sup>. Dit betekende dat deskundigen de 'werkelijke waarde' van de beide ondernemingen vaststelden<sup>6</sup>. Dit leidde tot een andere ruilverhouding dan zoals die weerspiegeld werd in de beurskoersen. Het management van de beide ondernemingen is kennelijk van oordeel dat de ruilverhouding informatieve waarde dient te hebben.

## Managers en aandeelhouders

Bij fusies van banken en verzekeraars hoeft niet iedereen dezelfde visie te hebben op de wenselijkheid van de fusie. In de financieel-economische theorie staat het paradigma van de maximalisatie van de waarde die aandeelhouders aan het bedrijf ontleen centraal. Veel onderzoekspanning wordt dan ook verricht om na te gaan in hoeverre deze doelstelling theoretisch kan worden onderbouwd en empirisch kan worden aangetroffen. In het geval van empirische onderzoeken concentreert men zich vaak op de vraag of het management wel in het belang van de aandeelhouders handelt<sup>7</sup>. Juist bij het nemen van be-

slissingen met een aanzienlijke invloed op de waarde van de onderneming staan de acties van de leiding in de schijnwerpers.

In de financieel-economische literatuur is het veelal gebruikelijk risico-afkeer te veronderstellen. Het is mogelijk dat het management van oordeel is dat het risico van bestaande activiteiten aanzienlijk kan worden vermindert door fusie met een onderneming die zich op een ander terrein beweegt. Hierdoor kan de resulterende netto kasstroom minder risicovol worden. Dit gaat vooral op voor diversificerende fusies en overnames. Morck, Schleifer en Vishny<sup>8</sup> geven aan dat diversificerende fusies niet meer door de vermogensmarkten op prijs worden gesteld. De redenering hierachter is dat beleggers de door hen gewenste risicoreductie goedkoper en efficiënter zelf kunnen behalen door hun portefeuille van vermogenstitels te diversificeren. Voor het management van de onderneming kan een dergelijke fusie echter wel een zekerder positie betekenen<sup>9</sup>. In het navolgende zullen wij onderzoeken in hoeverre de relevante risicomatstaven voor de aandeelhouders en de relevante risicomatstaven voor de managers door de fusie van Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep veranderen. Wij moeten hier wel opmerken dat men naast het risico-aspect verscheidene andere managementmotieven in de literatuur aantreft<sup>10</sup>. In deze uiteenzetting zijn wij echter primair geïnteresseerd in de mogelijke belangentegenstelling tussen management en aandeelhouders op het gebied van risico.

3. C.J. Rijnvos, Bankieren en verzekeren in magnetische verhouding, *ESB*, 29 maart 1989, blz. 323-324.

4. J.B.J. Bollerman, De overheid en het verzekeringsbedrijf, in: J.H. von Eije e.a. (red.), *Economie van het verzekeringsbedrijf*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, Deventer, 1987, blz. 223-232, i.h.b. blz. 229.

5. Tien aandelen Nationale Nederlanden leveren tien aandelen NEWCO en een warrant op nieuwe aandelen NEWCO op. Zeven van deze warrants geven gedurende een periode van tien jaar het recht om de certificaten van aandelen NEWCO te kopen voor f 70. Tien aandelen NMB Postbank Groep leveren zeven aandelen NEWCO, een zelfde warrant en tien obligaties van f 10 nominaal met een coupon van 10% op. Verder wordt voor de nog uitstaande warrants NMB Postbank Groep een bedrag van f 50 betaald. Eén warrant gaf het recht om 5 aandelen NMB Postbank Groep te kopen tegen f 197,80 tot 23 december 1993.

6. Men kijkt daarbij bij voorbeeld naar eventuele niet zichtbare reserves, verschillen in waarderingmethoden en in winstniveau. Ons is niet bekend hoe dit afwegingsproces zich hier heeft afgespeeld.

7. Zie bij voorbeeld M.C. Jensen en R.S. Ruback, The market for corporate control, The scientific evidence, *The Journal of Financial Economics*, jg. 11, 1983, blz. 5-50; G.A. Jarrell, J.A. Brickley en J.M. Netter, The market for corporate control: the empirical evidence since 1980, *The Journal of Economic Perspectives*, jg. 2, nr. 1, 1988, blz. 49-68 en met betrekking tot Nederlandse verzekeraars: J.J. Hazenberg, Het belang van aandeelhouders bij overnames, *Het Verzekerings-Archief*, deel 66, 1989-1, blz. 17-27.

8. R. Morck, A. Schleifer en R. W. Vishny, Do managerial objectives drive bad acquisitions?, *The Journal of Finance*, jg. XLV, nr. 1, 1990, blz. 31-48.

9. Y. Amihud en B. Lev, Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *The Bell Journal of Economics*, jg. 12, 1981, blz. 605-617.

10. Andere motieven zijn te vinden in de hubris-hypothese (R. Roll, The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business*, jg. 59, nr. 2, 1986, blz. 197-216) en in de management-verschansingstheorie (bij voorbeeld G.A. Jarrell en A.B. Poulsen, Shark repellents and stock prices, The effect of anti takeover amendments since 1980, *Journal of Financial Economics*, jg. 19, 1987, blz. 127-168). Daarnaast treft men in de literatuur de behoefte aan macht, status, groei en het maximaliseren van de waarde van het eigen arbeidscontract aan. Zie hiervoor bij voorbeeld B. Lev, Observations on the merger phenomenon and a review of the evidence, in: J.M. Stern en D.H. Chew (red.), *The revolution in corporate finance*, Basil Blackwell, 1986.

Iemand die belegt in een beursfonds verwacht daarover een bepaald rendement. De moderne portefeuilletheorie gaat ervan uit dat dit rendement een functie is van het risico van het desbetreffende fonds. Het is aan de inzichten van de Nobelprijswinnaars Markowitz en Sharpe<sup>11</sup> te danken dat wij dit risico kwantitatief kunnen benaderen.

Markowitz ging ervan uit dat het risico van de rendementen van een fonds gemeten kan worden aan de hand van de standaarddeviatie van die rendementen. Hij liet zien dat samenvoeging van fondsen in een portefeuille (diversificatie) bij niet perfect gecorreleerde rendementen leidt tot een reductie van het risico. Sharpe toonde aan dat het risico van een fonds uit twee delen bestaat, namelijk systematisch risico en niet-systematisch risico. De eerste risicocomponent geeft aan in hoeverre het rendement op een fonds afhangt van de ontwikkelingen in de vermogensmarkt in zijn geheel. De tweede risicocomponent, het niet-systematische risico, is uniek voor dat fonds. Beide risicodelen vormen samen het totale risico. Heeft een belegger nu zijn vermogen in verscheidene (soorten) effecten belegd, dan blijkt dat het niet-systematische risico van de aangehouden fondsen weggediversificeerd wordt. Als een belegger het niet-systematische risico niet hoeft te dragen dan zal daar ook geen vergoeding tegenover staan. Dit betekent dat een willekeurige belegger slechts een beloning kan verwachten voor het door hem gedragen systematische risico. Een van de manieren om deze ideeën vorm te geven is via de volgende vergelijking.

$$R_j = \alpha_j + \beta_j \cdot R_m + \varepsilon_j \quad (1)$$

$R_j$ : het rendement op aandeel  $j$ .

$\alpha_j$ : een constante.

$\beta_j$ : een maatstaf voor het systematische risico van het aandeel.

$R_m$ : het rendement op de 'marktportefeuille'.

$\varepsilon_j$ : de storingsterm.

Deze vergelijking (ook wel het marktmodel genoemd) is door middel van eenvoudige statistische technieken te schatten. Voor de verklarende variabele  $R_m$  wordt veelal een (algemene) beursindex gebruikt.

## Resultaten voor de aandeelhouders

Voor dit artikel hebben wij de bovenstaande vergelijking geschat op basis van dagelijkse rendementen van Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep, gecorrigeerd voor dividendbetalingen. Hiervoor is gebruik gemaakt van rendementen vanaf 14 december 1989 tot en met 3 oktober 1990<sup>12</sup>. Als beursindex is gekozen voor de CBS-Herbeleggingsindex. OLS-regressie-analyses zijn gemaakt met deze index-algemeen en met deze index-exclusief Koninklijke Olie.

Wij vinden statistisch significante verbanden tussen de beursindex en de desbetreffende fondsen. Voor Nationale Nederlanden vinden we een regressiecoëfficiënt van 0,89 indien we Koninklijke Olie in de beursindex meenemen en van 0,79 indien we dat niet doen. Voor de NMB Postbank Groep vinden we  $\beta$ -waarden van 1,09 respectievelijk 0,94. De constante wijkt in geen van de regressievergelijkingen significant van nul af. Voor Nationale Nederlanden geldt dat 48% en 50% van de variatie in de rendementen kan worden verklaard door fluctuaties in de rendementen van de indices. Voor de NMB Postbank Groep is dit bij beide schattingen 40%. Het restant, de niet verklaarde variatie, kan

worden opgevat als het niet-systematische risico van deze fondsen. De Durbin-Watsonstoets duidde niet op de aanwezigheid van autocorrelatie. Beide fondsen blijken minder gevoelig voor een index exclusief Koninklijke Olie.

Met behulp van de geschatte vergelijking is het mogelijk na te gaan wat enerzijds het effect is geweest op de afzonderlijke en anderzijds op de gezamenlijke beurswaarden. In een situatie dat er geen belangrijke mededelingen zijn gedaan door een ondernemingsbestuur kan men verwachten dat het feitelijke rendement min of meer at random fluctueert rondom het met vergelijking (1) voorspelde rendement. In een situatie als de onderhavige is het echter mogelijk te onderzoeken of er een zogenaamd abnormaal rendement is behaald. Dit houdt in dat de afwijkingen van het feitelijke rendement consistent verschillen van het voorspelde rendement.

Uit onze berekeningen blijkt dat de reactie van de vermogensmarkt op de aankondiging van de fusie heftig was. Door Nationale Nederlanden werd, gelet op de slotkoersen van 5 en 6 november een negatief abnormaal rendement behaald van 9,7%. Voor de NMB Postbank Groep gold een tegenovergestelde reactie van 10,0%. Deze abnormale rendementen kunnen niet veroorzaakt zijn door wijzigingen in het systematische risico, omdat daarvoor bij de berekening van dit rendement werd gecorrigeerd. Het is tevens onwaarschijnlijk dat deze rendementswijzigingen werden veroorzaakt door andere toevallige factoren, omdat een dergelijke grote reactie buiten de significantiegrenzen ligt. Het is dientengevolge plausibel dat de reactie is veroorzaakt door de aankondiging van de fusie.

Bij dit aankondigingseffect is het zinvol een onderscheid te maken tussen het effect van de door het management vastgestelde ruilverhouding en het werkelijke waarde-effect van de fusie. Het gevolg van de gespecificeerde ruilverhouding tussen de twee fondsen is dat er een min of meer vaste relatie ontstaat tussen de twee aandelenkoersen. In het onderhavige geval betekende dit dat, gegeven de gespecificeerde ruilverhouding, de koers van het aandeel Nationale Nederlanden daalde en die van de NMB Postbank Groep steeg. De aangekondigde ruilverhouding heeft echter per saldo geen invloed op de gezamenlijke waarde.

Men kan nu proberen na te gaan welk deel van de totale reactie zou kunnen worden toegeschreven aan een werkelijk waarde-effect van de bedoelde fusie. Voor deze analyse hebben wij de al bekende  $\beta$ -coëfficiënten van de onderliggende fondsen gewogen met de bijbehorende marktwaarden<sup>13</sup>. De dan verkregen  $\beta$ -schatting kan worden gebruikt om de theoretische rendementen op een certificaat NEWCO te schatten, en daarmee de theoretische marktwaarde. De waarde van het nieuwe fonds NEWCO, die kan worden afgeleid uit de feitelijke beurswaarden van de beide onderliggende fondsen, wordt afgezet tegen de theoretische

11. H. Markowitz, Portfolio selection, *Journal of Finance*, jg. 7, 1952, blz. 77-91. W.F. Sharpe, Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, jg. XIX, nr. 3, september 1964, blz. 425-442.

12. De data zijn ontleend aan Datastream. Voor deze begindatum is gekozen omdat de eerste Datastream notering voor de NMB Postbank Groep tot stand kwam op 11 december 1989. Om weekendeffecten te vermijden hebben we een datum midden in de week gekozen.

13. Deze marktwaarde werd door ons op indirecte wijze benaderd. Bekend is (zie het *Financieele Dagblad* van 6 november 1990) het eigen vermogen en het eigen vermogen per aandeel van beide fondsen. Hieruit kan men het aantal uitstaande aandelen berekenen en daarmee de marktwaarde van beide concerns voor de fusie-aankondiging. De aldus berekende marktwaarde bedroeg voor Nationale Nederlanden f 8,1 miljard en voor de NMB Postbank Groep f 3,6 miljard. Bij onze eerste berekeningen is door gebrek aan goede gegevens en door de waarschijnlijk geringe uiteindelijke effecten geen rekening gehouden met verschillen in leverage noch met de uitstaande warrants.

sche waarde van NEWCO, zoals die met het marktmodel en de fictieve beta kan worden berekend. Een mogelijk verschil in waarde kan worden toegeschreven aan de fusie zelf.

Deze procedure gaf de indicatie dat op de eerste dag na de aankondiging, door de aandeelhouders van beide onderliggende fondsen een negatief waarde-effect werd gepercipieerd. Dit bedroeg naar schatting voor de beide bij de berekening gebruikte indices circa f 430 miljoen. Dit is 3,7% van de oorspronkelijke waarde van beide bedrijven. Dit verlies kan zijn veroorzaakt doordat de vermogensmarkt van oordeel is dat de genoemde, mede door het management gesignaleerde, voordelen niet opwegen tegen de nadelen van de fusie<sup>14</sup>. Indien we onze analyse uitbreiden tot de hele week van de fusie-aankondiging, blijken de waarde-effecten minder negatief te worden. Dit zou kunnen duiden op een overreactie in eerste instantie. Daarnaast kan dit duiden op het feit dat men de kans op het doorgaan van de fusie steeds minder groot acht.

---

## Resultaten voor het management

Een andere wijze om de effecten van de fusie te beoordelen is het totale risico te beschouwen. Dit totale risico kan worden weergegeven met de standaarddeviaties van de aandelenrendementen. Deze standaarddeviaties zijn door ons berekend over de regressieperiode. Wij vinden voor de standaarddeviatie van de rendementen van Nationale Nederlanden 1,10% en voor de NMB Postbank Groep 1,47% (op dagbasis).

Aan de hand van deze resultaten kunnen wij pogen na te gaan wat het effect van de fusie is op het totale risico van het nieuwe concern. Hiertoe gebruiken wij wederom als wegingscoëfficiënten de marktwaarden van de beide fondsen. Gezien het feit dat de correlatiecoëfficiënt 0,55 bedraagt, vermindert samenvoeging van de ondernemingen de standaarddeviatie van de rendementen van de nieuwe entiteit tot 1,08%.

Voor beleggers is dit totale risico niet relevant. Voor hen is slechts het systematische risico relevant. Voor het management is het totale risico wèl van belang. Het is voor hen minder goed mogelijk het niet-systematisch risico van de onderneming weg te diversificeren. Een groot deel van hun 'human capital' is namelijk geïnvesteerd in de onderneming. Het totale risico van de nieuwe combinatie blijkt lager te zijn dan dat van de oude NMB Postbank Groep, hetgeen voor Nationale Nederlanden nauwelijks het geval is. Het is dus niet waarschijnlijk dat de door het management van Nationale Nederlanden geaccordeerde ruilverhouding mede wordt ingegeven door een bij hen aanwezige behoefte tot het reduceren van het totale risico.

---

## Samenvatting en conclusies

Lange tijd waren in Nederland fusies tussen banken en verzekeringsbedrijven niet mogelijk. Door deregulerende ontwikkelingen worden we nu geconfronteerd met een inhaalvraag. In dit artikel gingen wij in op de voor- en nadelen die bedrijven aan dergelijke fusies kunnen ontleenen. Het meest opmerkelijk bij de aangekondigde fusie tussen Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep was dat het bestuur van Nationale Nederlanden een vaste ruilverhouding afsprak, die door de vermogensmarkt voor dat bedrijf negatief werd beoordeeld. Wij concentreerden ons in dit artikel op de organisatorische vorm van de te creëren holding, op de ruilverhouding tussen de beide bedrijven, op het gepercipieerde waarde-effect van de

fusie zelf en op de vraag of de managers van Nationale Nederlanden andere belangen hadden dan de aandeelhouders.

Gelet op de organisatorische vorm waarvoor beide bedrijven hebben gekozen, lijkt er eerder een voordeel voor de NMB Postbank Groep te zullen resulteren dan voor het verzekeringsconcern. Door de ruilverhouding afwijkend van de beurswaarden vast te stellen, hebben managers zich een van de markt afwijkend waarde-oordeel aangemeten. Zij lopen daarmee het risico dat de aandeelhouders van Nationale Nederlanden de fusievoorstellen niet zullen willen honoreren. Bovendien leidt de fusie zelf volgens onze eerste tentatieve berekeningen tot een verlies voor de gezamenlijke aandeelhouders van circa f 430 miljoen. Ten slotte zijn er indicaties dat het management van de NMB Postbank Groep meer profijt heeft van de reductie in het voor hen relevante risico dan het management van Nationale Nederlanden.

O. Couwenberg  
J.H. von Eije  
P.P.M. Smid

---

14. Het is daarenboven mogelijk dat een deel van dit effect mede verklaard wordt door een post-acquisitiepremie. Zie hiervoor M. Bradley, The economic consequences of mergers and tender offers, in: J.M. Stern en D.H. Chew (red.), *The revolution in corporate finance*, Basil Blackwell, 1986.