

De waarde van een fusie

A.G. Jacobs (Internationale Nederlanden Groep) bindt de strijd aan met prof. H.G. Barkema over diens bevinding dat de fusie tussen Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep per saldo geen waarde heeft gecreëerd. Helpers weg!

In ESB van 26 februari jl. heeft prof. dr. H.G. Barkema een opmerkelijk artikel gepubliceerd over de fusie tussen Nationale-Nederlanden en NMB Postbank Groep. Opmerkelijk vanwege de conclusie: beleggers in Nationale-Nederlanden hebben f 1 mrd verloren en de fusie heeft niet tot welvaartsverhoging geleid.

Tegen de inhoud van het artikel, met name tegen de conclusies, heb ik grote bezwaren. Barkema gebruikt het zogenaamde marktmodel, waarbij op basis van schattingen van de zogenaamde β 's van de fusiepartners in een 'benchmark'-periode een buitengewoon rendement wordt berekend voor een 'event'-periode.

Allereerst wil ik een kanttekening plaatsen bij het gebruik van de aan het marktmodel ten grondslag liggende zogenaamde β -theorie en het berekenen van buitengewone rendementen. Voorts richt ik mijn aandacht op de keuze van de event-periode. Na mijn commentaar zal ik nogmaals de benaderingswijze van de fusiepartners voor het voetlicht brengen.

De β -theorie

Barkema maakt in zijn studie zonder toelichting gebruik van de zogenaamde β -theorie. Deze theorie die in het laboratorium zo aardig leek, werkt in de boze buitenwereld niet. E.F. Fama en K.R. French hebben onderzoek gedaan naar het koersverloop van duizenden aandelen over een periode van vijftig jaar. Van dat onderzoek zijn de resultaten recentelijk gepubliceerd. Hun conclusie is duidelijk: "The fact is beta as the sole variable explaining returns on stock is dead"¹. Voorts wijs ik erop dat S.L. Bhurud van First Boston Corp. – een man van de praktijk dus – in zijn artikel *Why beta's and alpha's don't work* al in 1980 concludeerde dat: "Finally the beta estimate for individual stocks, or even for a portfolio, should be used with a large grain of salt"². De achtergrond van de genoemde commentatoren

kan verschillen, duidelijk zij echter dat de β -theorie niet meer (en wellicht ook niet minder) is dan één van de benaderingswijzen, die in het beleggingsvak gebruikt kunnen worden en dat zij hooguit een partiële verklaring van de koersontwikkeling kan geven. Waar ik mij bij deze studie in het bijzonder tegen verzet is de notie dat uit koersbewegingen uit het verleden voorspellingen kunnen worden afgeleid voor de koers in de toekomst. Afgezien daarvan heb ik grote bezwaren tegen de wijze, waarop deze theorie in de onderhavige event-studie is toegepast.

De methode

In het artikel van Barkema worden drie methodes gegeven om, uitgaande van β en de benchmark en event-perioden, het buitengewone rendement te bepalen. Berekeningen kunnen worden gemaakt op basis van een marktmodel, een 'means adjusted returns'-model en een 'market adjusted returns'-model. In het artikel wordt, zonder enige nadere toelichting, gekozen voor het marktmodel, maar "berekeningen van buitengewone rendementen op grond van andere modellen dan het marktmodel kunnen tot andere uitkomsten leiden" (blz. 202). Wat heet! Voor Aegon fluctueerde het buitengewone rendement over de event-periode, afhankelijk van het gekozen model, van -30% tot +3%. Hadden de aandeelhouders Aegon nu een waardevermindering van f 1,5 mrd. of een waardevermeerdering van f 150 mln.? Deze verschillen zijn niet het gevolg van verschillen in β of van de gekozen periode (die waren ook al arbitrair), maar van de gekozen methode.

Voor Nationale-Nederlanden wordt op basis van het gekozen model een buitengewoon rendement berekend van -11,5%. Dat betekent dat aandeelhouders als gevolg van de fusie geconfronteerd zijn met een waardevermindering van circa f 1 mrd. Het wordt helemaal merkwaardig als Bar-

kema het rendement van -11,5% "niet significant" noemt. De op basis van dit niet-significante rendement berekende waardevermindering vormt echter wel de 'backbone' van de dikgedrukte inleiding.

Benchmark- en event-periode

In de event-studie wordt als benchmark-periode gekozen de periode 1 februari tot 1 augustus 1990. De voor deze periode berekende β 's worden, ter verificatie, vergeleken met de β 's uit de periode 1979-1984. Men kan zich afvragen waarom juist met deze periode vergeleken wordt; is dat omdat er alleen over die periode (zie noot 14) gegevens beschikbaar waren? Hoe dat ook zij, de periode 1985-1989, toen verzekeringsmaatschappijen zowel nationaal als internationaal economisch de wind in de rug hadden, zal zeer waarschijnlijk heel andere β 's te zien geven. We komen hier bij de achilleshiel van de theorie, namelijk dat de hoogte van β niet constant is en afhankelijk is van de gekozen periode. De keuze van de event-periode – de periode, waarover het buitengewone rendement wordt berekend – is bijzonder belangrijk voor de uitkomst. Hoe belangrijk blijkt uit het feit dat een door de Rijksuniversiteit Limburg over hetzelfde onderwerp uitgevoerde studie, uitgaande van een andere periode, totaal andere buitengewone rendementen oplevert. Door de event-periode niet te laten aanvangen op 3 augustus maar op 5 november verandert het buitengewone rendement voor Nationale-Nederlanden in +10,8%³!

Een andere keus van de event-periode doet de waardevermeerdering voor aandeelhouders Nationale-Nederlanden met f 1 mrd. omslaan in een waardevermindering van f 1 mrd. Een belangrijke reden voor Barkema om de periode eerder te laten beginnen is het feit dat in *Beleggers Belangen* van 15 – reeds beschikbaar op de 14e – september gespeculeerd wordt over een mogelijk samengaan tussen Nationale-Nederlanden en NMB Postbank Groep. Barkema doelt waarschijnlijk op het volgende citaat: "Hoe

1. *Herald Tribune*, 21 februari 1992.

2. Publikatie van First Boston Research, 8 juli 1980.

3. Zie R.H.M.A. Cremers en A. Tourani Rad, *Een empirisch onderzoek naar de gevolgen van de fusie tussen Nationale Nederlanden en NMB-Postbankgroep*, Research Memorandum, Rijksuniversiteit Limburg, 1991.

denkt het NN-bestuur nu over een fusie met bank of andere verzekeraar? (...) Kortom, Van Rijn blijft over dit pikante onderwerp geheimzinnig en zegt niet te willen ingaan op onze informatie dat er thans informele gesprekken gaande zijn over een samengaan met de NMB Postbank."

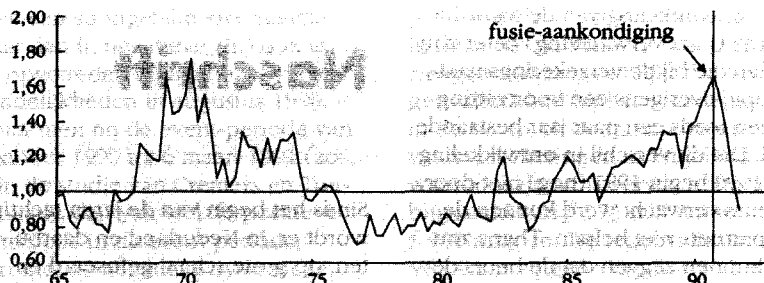
Barkema kent aan dit citaat wel een zwaar gewicht toe. Er werd echter in die tijd wel meer gespeculeerd over een mogelijk samengaan van Nationale-Nederlanden met een andere partij, zowel bank als verzekeringsmaatschappij, zowel binnen- als buitenlands. Het in *Beleggers Belangen* geventileerde vermoeden was een van de vele van dat moment⁴.

Verder gaat Barkema hier voorbij aan het essentiële verschil tussen speculeren over een mogelijk samengaan en duidelijk worden van de wijze, waarop dit samengaan voor aandeelhouders wordt geconcretiseerd: de voorgestelde ruilverhouding. Pas bij het bekend worden van een ruilverhouding kunnen aandeelhouders zich een oordeel vormen over de vraag of zij er beter of slechter van worden. In het geval van de onderhavige fusie was het ook vooral de ruilverhouding, waar aandeelhouders zich tegen hebben verzet.

Door de event-periode op 1 augustus 1990 te laten beginnen wordt – zo stelt Barkema – het effect van het uitbreken en beslechten van de Golfoorlog geneutraliseerd, maar hierdoor valt de aankondiging door Nationale-Nederlanden van een bijstelling van de verwachting voor het boekjaar 1991 binnen de event-periode van Barkema namelijk op 22 augustus 1990. Barkema noemt dit aspect wel, maar het is de vraag of hem of de lezer de betekenis van deze 'event' duidelijk is. Voor het eerst sinds beleggersheugenis moest Nationale-Nederlanden haar winstverwachting naar beneden bijstellen. En dat voor een maatschappij, die 'berucht' was om haar voorzichtige wijze van winstbepaling en -prognose! Dat paste niet in het verwachtingspatroon van de belegger.

De bijstelling was niet zozeer een gevolg van algemene ontwikkelingen op de (verzekeringse-)markten, waarop de ('gemiddelde') Nederlandse verzekeraar werkzaam is, maar had te maken met een specifiek bedrijfs-onderdeel van Nationale-Nederlanden en diens activiteiten op een zeer specifieke deelmarkt. De bijstelling was dus voor de beurs een 'event', die niet voorspelbaar was en dus ook niet in de koers verwerkt kon

Figuur 1. Quotiënt van de gemiddelde k/w-verhoudingen van Nederlandse verzekeraars en Nederlandse banken



zijn. Door de event-periode vóór 22 augustus te laten beginnen wordt het buitengewoon rendement van de winstbijstelling gevoegd bij een eventueel buitengewoon rendement van de fusie. Het zal duidelijk zijn dat dat niet de bedoeling is.

Benadering fusiepartners

Ik hoop niet dat het bovenstaande de indruk geeft dat de fusiepartners er niet naar gestreefd hebben om, in termen van Barkema, het buitengewone rendement voor de aandeelhouders van beide fusiepartners zo hoog mogelijk te doen zijn, dat wil zeggen een voor aandeelhouders van beide fusiepartners een zo 'fair' mogelijke ruilverhouding vast te stellen.

Hoe is dat in zijn werk gegaan? Multidisciplinaire teams van beide fusiepartners hebben in een maandenlange studie de voor aandeelhouders belangrijke factoren op een rijtje gezet. Zij keken naar:

- de gepubliceerde en de zo goed mogelijk geschatte economische waarde van beide maatschappijen;
- de gepubliceerde en de zo goed mogelijk geschatte werkelijke winsten van beide. Daarbij is gelet op zowel de historische als de verwachte ontwikkeling;
- de historische koersontwikkeling;
- de synergievoordelen.

Op de problemen, die de teams tegenkwamen om de cijfers van een bank en een verzekeringsmaatschappij onder één noemer te brengen, zal ik hier niet verder ingaan. Toen deze cijfers door externe accountants (van beide partners) in het z.g. 'due diligence'-rapport bevestigd waren is een zorgvuldig (subjectief) proces van wikkelen en wegen op gang gekomen. Vooral door de verschillen in de aard van de beide bedrijven bleek al gauw dat het niet mogelijk was om een, zeg maar, punt-schatting van de ruilverhouding te maken; dat bleek veeleer een 'range' te zijn. Mede onder druk van de markt zijn de ruilverhoudin-

gen binnen deze range aangepast. Over de 'fairness' van de ruilverhouding heeft een externe adviseur, Goldman Sachs, zijn opinie gegeven. De relatieve koersontwikkeling van Nationale-Nederlanden en NMB Postbank Groep na de aankondiging van de oorspronkelijke ruilverhouding doet wel vermoeden dat aandeelhouders Nationale-Nederlanden zich door deze ruilverhouding tekort gedaan voelden ten opzichte van aandeelhouders NMB Postbank Groep. In termen van k/w-verhouding vertaald komt dat erop neer, dat de in deze ruilverhouding besloten k/w-verhouding voor de bank te hoog werd gevonden ten opzichte van die voor de verzekeringsmaatschappij. Als maatstaf voor dat 'te hoog' werden de respectieve k/w-verhoudingen gebruikt van voor er van een fusie sprake was. Toen lag de k/w-verhouding van NMB Postbank Groep beduidend beneden die van Nationale-Nederlanden (globaal 6 : 9). Minder bekend, maar daarom niet minder waar, is het feit dat er een lange-termijn golfbeweging zit in de verhouding van de k/w-verhoudingen van het bankwezen en het verzekeringswezen. Uit figuur 1 blijkt dat ten tijde van de fusie tussen Nationale-Nederlanden en NMB Postbank Groep kon worden geconcludeerd dat deze verhouding op een zeer laag niveau lag. Terugkijkend op die tijd kan zelfs geconcludeerd worden dat dit niveau vrijwel het dieptepunt was in de cyclus. De ontwikkeling van deze verhouding vindt haar rechtvaardiging in het verwachte verschil in winstontwikkeling tussen de sectoren. Bij de vaststelling van de ruilverhouding bij de fusie tussen Nationale-Nederlanden en NMB Postbank Groep is de verwachte ontwikkeling van de

4. Zie onder andere het vraaggesprek met J.J. van Rijn in *Het Financieele Dagblad* van 15 september.

winst van de fusiepartners betrokken. Daarbij kwam duidelijk naar voren dat de ontwikkeling van de winst bij de bank (naar verwachting) beter zou zijn dan die bij de verzekeringsmaatschappij; overigens een voortzetting van een reeds een paar jaar bestaande trend. Dat dit verschil in ontwikkeling eind 1990 begin 1991 (nog) niet door de beurs verwacht werd kunnen de fusiepartners niet helpen. Thans zou men kunnen zeggen dat de beurs de inzichten van de fusiepartners met een verdrag heeft overgenomen.

Tot slot

Een stelling van Barkema is dat de fusie tussen Nationale-Nederlanden en NMB Postbank Groep niet geleid heeft tot waardevermeerdering voor de gezamenlijke aandeelhouders. In zijn artikel zegt de schrijver op basis van met name in Angelsaksische landen verrichte event-studies: "De gezamenlijke beurswaarde van de bij fusies of overnames betrokken ondernemingen stijgt". Mijns inziens kan op grond van voornoemde bezwaren worden geconcludeerd, dat de fusie tussen Nationale-Nederlanden en NMB Postbank Groep geenszins afwijkt van Angelsaksische fusies. Wat echter te denken van een theorie, waarin een oordeel over waardecreatie een uitvloeisel is van koersbewegingen in de periode van aankondiging en omruil. Mijns inziens is waardecreatie een jarenlang proces. Daar moet verstandig en hard aan gewerkt worden. Van meet af aan heeft bij de fusie niet de kostenbesparing maar het vergroten van de afzet van bancaire en verzekeringsprodukten voorop gestaan. Dat in een periode van drie jaar aan synergievoordelen bovendien nog een bescheiden nettowinststijging van f 100 mln. kan worden behaald is 'meegenomen'. Dat is bij de huidige rentestanden een waardecreatie van circa f 1 mrd.

De aandachtige lezer zal begrepen hebben dat ik het boek "Analyse van een fusie" van prof. Barkema, waarvan hij in *ESB* de essentie weergeeft, niet zal kopen. Dat hoeft ook niet, want 13 maart a.s. krijg ik het eerste exemplaar uitgereikt. Daar verheug ik me op: helpers weg, tweede ronde!

A.G. Jacobs

De auteur is lid van de Raad van Bestuur van Internationale Nederlanden Groep NV. Hij is veel dank verschuldigd aan G.H. Heida, die met hem onder de strekking van het artikel van prof. Barkema heeft geleden.

Naschrift

Sinds het begin van de jaren tachtig wordt er, in Nederland en daarbuiten, op grote schaal gefuseerd en overgenomen. Internationaal is er inmiddels veel empirisch onderzoek naar fusies en overnames verricht. De Nederlandse traditie blijft nog wat achter. Nadere analyse van cases zoals de fusie tussen Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep is daarom interessant. Op termijn kan meer inzicht in de motieven achter fusies en overnames, en in de welvaartseffecten ervan, leiden tot betere strategische beslissingen van Nederlandse ondernemingen¹. Mijn artikel heeft tot kritiek geleid van de heer A.G. Jacobs, lid van de raad van bestuur van het voormalige NN. Zijn kritiek betreft met name de keuze voor het marktmodel (wat Jacobs noemt: de β -theorie) en de gekozen event- en benchmark-periode.

De β -theorie

Event-studies zijn het laatste decennium een belangrijke plaats gaan innemen in de internationale literatuur. Het meest gebruikte model in deze literatuur is het marktmodel. Een uitgebreide motivatie voor de keuze van dit model leek dan ook niet nodig. Hoewel het marktmodel relatief gunstige eigenschappen heeft², heeft ook dit model specifieke vooronderstellingen. Daarom hoede men zich, zoals Jacobs opmerkt, voor al te absolute conclusies op grond van deze ene methode. Dat is precies de reden dat ik ook:

- de buitengewone rendementen over de event-periode op grond van twee andere modellen heb berekend, en
- de buitengewone rendementen heb berekend op de eerste dag dat beleggers op nieuws konden reageren dat de kans op een fusie vergrootte of verkleinde.

Daarbij bleek het volgende. Op grond van het marktmodel, het 'market adjusted returns'-model en het 'means adjusted returns'-model werden over de event-periode buitengewone rendementen berekend van respectievelijk -11,5%, -12,3%, en -17,8%. De conclusie dat aandeelhouders

NN door de fusie hebben verloren bleek dus onafhankelijk van het gebruikte model, waarbij de uitkomst van het marktmodel (waarop de schatting was gebaseerd dat aandeelhouders NN door de fusie f 1 miljard hebben verloren) nog het 'gunstigst' uitviel. Verder bleek dat de koers van NN steeds negatief reageerde op dagen dat nieuws beschikbaar kwam dat de kans op een fusie vergrootte, en positief reageerde op nieuws dat de kans op een fusie verkleinde. De reactie op de officiële aankondiging van de fusie (op 6 november 1990) was -10,3%. Voorts reageerde de koers van NN positief op 22 januari 1991 nadat Aegon had bedreigd haar stukken NN niet aan te melden, en negatief op 6 februari 1991 nadat een persconferentie van Aegon deed vermoeden dat het de fusie niet zou blokkeren. Mijn conclusie is dan ook deze resultaten in combinatie er vrij sterk op duiden dat de aandeelhouders NN geloofden dat de fusie in hun nadeel is. Dit lijkt me, gegeven de analyse, geen al te absolute conclusie.

Tot slot de citaten van de heer Jacobs. Over elke veel gebruikte methode kan men positieve en negatieve citaten vinden, dus ook over het marktmodel. Niettemin is de verwijzing naar Fama en French interessant. Uit hun onderzoek blijkt³, zoals Jacobs zegt, dat op grond van uitsluitend β 's geen stellige conclusies mogen worden getrokken. Dat doe ik dan ook niet. Overigens spreekt Fama in het laatstgenoemde artikel tamelijk lyrisch over event-studies, met name indien buitengewone rendementen worden berekend over de eerste dagen dat de beurs op nieuws kan reageren, omdat door de korte periode de berekende buitengewone rendementen vrijwel onafhankelijk zijn van het specifieke model dat wordt gebruikt.

De methode

Voor NN, NMBPG en Amev bleken de conclusies niet afhankelijk van het gekozen model. Dit gold wel voor Aegon, zoals Jacobs opmerkt. Zou de opmars van de koers van Aegon, in de eerste helft van 1990, hebben doorgezet als de fusie niet had plaatsgevonden (zoals bij het markt-

1. Voor het wetenschappelijke belang van deze studies, zie de *Journal of Financial Economics* van september 1990.

2. Zie de in mijn artikel aangehaalde artikelen van Brown en Warner.

3. Zie ook het artikel van Fama in de *Journal of Finance* van december 1991.

model en het 'means adjusted returns'-model impliciet wordt verondersteld), dan heeft de fusie Aegon 30% van haar beurswaarde gekost. Zou echter, als de fusie niet had plaatsgevonden, deze opmars begin augustus 1990 zijn geëindigd (zoals bij het 'market adjusted returns'-model impliciet wordt verondersteld) dan heeft Aegon door de fusie een buitengewoon rendement behaald van 2,8%. Voor Aegon is de conclusie dus afhankelijk van de veronderstellingen die men hanteert, en kunnen niet zonder meer conclusies worden getrokken over het effect van de fusie op de koers van Aegon. Dat doe ik dan ook niet. Daarentegen zijn de conclusies over NN, NMBPG en Amev onafhankelijk van het gebruikte model of van de gebruikte methode, en kunnen dus stelligere conclusies worden getrokken.

Benchmark- en event-periode

Volgens Jacobs hadden verzekeringsmaatschappijen in de periode 1985-1989, toen het voor de wind ging, waarschijnlijk heel andere β 's. Maar waarom zouden bedrijven als het voor de wind gaat heel andere β 's hebben? En zelfs als dat zo zou zijn, dan is de consequentie van de opmerking niet evident. Immers, als in 1985-1989 andere β 's golden dan in 1990-1991 (en in 1979-1984, waarover ik toevallig gegevens had), dan is het in mijn studie beter om een β van de eerste helft van 1990 te nemen dan van de periode 1985-1989. Niettemin geldt, in zijn algemeenheid, dat β 's niet constant zijn: een van de redenen waarom het onverstandig is om stellige conclusies op grond van alleen β 's te trekken. Dat doe ik dan ook niet.

En dan nu de gekozen benchmark- en event-periode. Bij een eerste inspectie van de buitengewone dagrendementen viel het me op dat het aandeel NN op 17 en 18 januari 1991 een positief buitengewoon rendement realiseerde van in totaal 8,9%, terwijl het enige 'positieve' fusienieuws in die dagen het *ESB*-artikel van prof.dr. H. Schreuder was, waarin hij betoogt dat de fusie een goede strategische zet was voor NN. Zonder het effect van een *ESB*-artikel (of van Hein Schreuder) op de beurs te willen bagatelliseren, doet dit vermoeden dat tegelijkertijd ook ander nieuws beschikbaar kwam. Dat was ook zo: in de vroege ochtend van 17 januari startte de geallieerde luchtmacht de aanval op Irak, wat het einde van de Golfoorlog inluidde. Kennelijk rea-

geerde de koers van NN sterk op het oorlogsnieuws. Bij verdere inspectie bleek een soortgelijke 'overreactie' (maar dan in negatieve zin) ook te zijn opgetreden bij het begin van de vijandelijkheden in augustus 1990. Neemt men nu de event-periode van 1 oktober 1990 tot 6 maart 1991 (zoals in de studie van Cremers en Tourani Rad), dan valt wel de positieve overreactie in de event-periode, maar niet de negatieve overreactie. Met als gevolg een overschatting van het buitengewone rendement dat aandeelhouders NN door de fusie hebben behaald. Daarom heb ik de event-periode genomen van 2 augustus 1990 tot 6 maart 1991, zodat positieve en negatieve overreacties door de Golfoorlog elkaar neutraliseren. Een tweede voordeel van deze event-periode is dat de eerste geruchten over de fusie NN-NMBPG erin vallen. De eerste geruchten in de pers over de fusie die ik heb kunnen vinden waren in *Beleggers Belangen*, waarvan de beurs (kennelijk) op 14 september 1990 kennis kon nemen. Jacobs stelt dat ik aan dit bericht een te zwaar gewicht toeken, omdat meer werd gespeculeerd over een mogelijke fusie tussen NN en een bank of verzekeringsmaatschappij, binnenlands of buitenlands. Inderdaad werd er al maanden gespeculeerd, wat ook in de koers zal zijn verwerkt. Echter het eerste bericht dat specifiek tussen NN en NMBPG werd gepraat is (kennelijk) van 14 september. Rond deze datum behaalde het aandeel NN op 12 achtereenvolgende beursdagen (van 11 tot 26 september) een negatief buitengewoon rendement, van in totaal -11,7%. Kennelijk reageerden beleggers sterk op de besprekingen tussen NN en NMBPG, ook al waren die nog informeel. Medio september zijn beleggers uitgegaan van hun inschatting van de ruilverhouding (welke dan ook), later werd de ruilverhouding bekend gemaakt, bijgesteld, enz. De crux is echter dat, om het totale effect van de fusie op de beurskoers te meten, al deze 'events' moeten worden meegenomen. Dit gebeurt indien de event-periode begint op 2 augustus 1990. Correctie voor de beide factoren (Golfoorlog, eerste geruchten over de fusie NN-NMBPG) blijkt van groot belang: in plaats van een buitengewoon rendement van 10,8% volgt dan een buitengewoon rendement van -11,5%⁴.

Jacobs zegt voorts terecht dat het effect van de geruchten over de fusie

NN-NMBPG op de beurskoers wordt vertroebeld door berichten in de pers over de winstbijstelling van NN in dezelfde periode. In het artikel in *Beleggers Belangen* blijkt dat NN tegenvallers had bij het schadebedrijf in de VS en bij de transport- en luchtvaartverzekeringen in Engeland, waardoor de winstverwachting werd bijgesteld van f 973 miljoen tot f 900 miljoen. De tegenvaller in de VS kwam volgens Van Rijn in het artikel echter door 'grote marktontwikkelingen' waaraan ook NN zich niet kon onttrekken. Analisten hebben deze tegenvaller dus zien aankomen. Bovendien hadden de tegenvallers, aldus Van Rijn, een incidenteel karakter. Laat eens de helft van de winstbijstelling van f 73 miljoen onverwacht zijn geweest voor beleggers. Dan resteert een eenmalige onverwachte tegenvaller voor beleggers van zo'n f 40 miljoen. Dit correspondeert met minder dan een half procent van de toenmalige beurswaarde van NN. Correctie van het berekende buitengewone rendement op grond van het marktmodel leidt dus tot een schatting van -11%. Deze correctie leidt niet tot andere conclusies.

Benadering fusiepartners

Jacobs geeft voorts informatie over hoe de fusiepartners tot de onderlinge ruilverhouding zijn gekomen. Graag neem ik van hem aan dat dit niet eenvoudig is geweest. Voorts bestrijdt hij dat de fusie geen waarde heeft gecreëerd. Wel concludeert hij dat de relatieve koersontwikkeling van NN en NMBPG na de aankondiging van de oorspronkelijke ruilverhouding doet vermoeden dat aandeelhouders NN zich tekort gedaan voelden. Men kan echter het oordeel van beleggers over de oorspronkelijke aankondiging meten zonder dat ruilverhoudingen het beeld vertroebelen. Uit de beurskoersen van NN en NMBPG vlak voor de fusie, het aantal uitstaande aandelen, en de buitengewone rendementen na de aankondiging (-10,3% voor NN en +9,6% voor NMBPG) volgt dat de ondernemingen door de aankondiging van de fusie NN-NMBPG gezamenlijk f 430 miljoen minder waard werden. Kennelijk geloofden beleggers niet dat de fusie waarde creëerde (of althans minder waarde dan an-

4. Een nevenvoordeel is dat de over de 'benchmark'-periode geschatte parameters niet worden vertekend door de Golfoorlog en eerste geruchten over de fusie.

dere fusiealternatieven, zoals een fusie met een binnenlandse of buitenlandse verzekeraar).

Voorts presenteert Jacobs figuur 1, de golfbeweging in de relatieve koers/winstverhoudingen van Nederlandse verzekeraars en banken.

Deze golfbeweging zou aantonen dat de relatieve overwaardering van verzekeraars ten opzichte van banken tijdens de officiële aankondiging van de fusie op haar hoogtepunt was, wat de voorgestelde ruilverhouding zou rechtvaardigen. Hier past echter voorzichtigheid. De golfbeweging wordt een "feit" genoemd, op grond waarvan toekomstige koers/winstverhoudingen zouden kunnen worden voorspeld.

Meer onderzoek lijkt hier echter nodig. Waarschijnlijk zal dan blijken dat deze methode niet meer (en wellicht ook niet minder) is dan een van de benaderingswijzen die in het beleggingsvak gebruikt kunnen worden. Overigens zou, als markten inderdaad efficiënt zijn, publikatie van de golfbeweging haar meteen moeten opheffen. Wellicht dat een *ESB*-artikel alsnog tot forse koersreacties aanleiding geeft!

Tot slot

De schatting dat aandeelhouders NN door de fusie zo'n 11% hebben verloren (ruwweg *f* 1 miljard) wordt niet door Jacobs' kritiek aangetast, zeker niet indien de nog ongunstiger uitkomsten van andere modellen in de beschouwing worden betrokken.

Voorts zegt Jacobs dat de fusie een synergie-effect heeft ter waarde van *f* 1 miljard. Indien rationele beleggers dit hadden geloofd, zou door de fusie de beurswaarde van de gezamenlijke ondernemingen met *f* 1 miljard moeten zijn gestegen. Geen van de uitkomsten wijst hier echter op. Kennelijk geloofden beleggers tijdens de fusie niet in een dergelijke waardecreatie.

Overmorgen al heeft Jacobs een uitgelezen kans om beleggers te overtuigen, wanneer we in perscentrum Nieuwspoort het eerste exemplaar van ons boek aan hem overhandigen. Overigens is het sportief dat hij ondanks de wat kritische toon van het boek toch de moeite neemt om het in ontvangst te nemen. Hoewel de laatste zin van zijn artikel mij wat verontrust. Komt die niet uit de bokswereld? We zullen zien wat vrijdag de 13e brengt!

Harry Barkema