



De winst van fusies en overnames

Auteur(s):

Nillesen, P.H.L.

Pollitt, M.

Keats, K.

Paul Nillesen en Kim Keats zijn Senior Consultant en Managing Consultant bij ICF Consulting, Londen. Michael Pollitt is werkzaam aan de Judge Institute of Management in Cambridge. De auteurs danken B. Tucker, J Wolf, N. Van Hoogstraten, A. Nillesen en J. Telling.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4311, pagina 455, 25 mei 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

elektriciteit

Door het benutten van managementvaardigheden van een meer efficiënt bedrijf en door de resulterende veranderde mix van inputs, kunnen elektriciteitsbedrijven via fusies belangrijke efficiëntievoordelen realiseren.

De energiesector wordt de laatste tijd gekenmerkt door een golf van fusies en overnames. Dit wordt veroorzaakt door de deregulering en liberalisering van deze sector. Een recent voorbeeld is de voorziene overname van het Britse Power Gen door het Duitse nutsbedrijf EON.

In dit artikel introduceren we een denkraam voor bedrijven en banken waarmee deze op een strategische en wetenschappelijke wijze de kostenbesparingen die fusies met zich meebrengen, kunnen identificeren. Dit kan worden toegepast, bijvoorbeeld in de contante kasstroom-analyse, bij de waardebeoordeling van bedrijven in het fusie- en overnametraject.

Het identificeren van voordelen

De wens en noodzaak schaalvoordelen te realiseren, wordt vaak gebruikt als argument ten gunste van fusies en overnames. Ook de toename van de aandeelhouderswaarde door het benutten van efficiëntievoordelen door twee complementaire bedrijven, wordt vaak als argument aangevoerd. Om bedrijfswaarde-analyse te rechtvaardigen dienen de efficiëntievoordelen en versterkte strategische positionering geïdentificeerd en gekwalificeerd te worden.

Zodra een overname- of fusietransactie heeft plaatsgevonden, zal het strategische voordeel benut dienen te worden en dienen de efficiëntievoordelen te worden geëffectueerd teneinde te bereiken dat waardecreatie voor de aandeelhouders plaatsvindt.

Een 'benchmarking'-methode, kan behulpzaam zijn voor elektriciteitsbedrijven en hun banken teneinde:

- » te identificeren welke fusie'targets' de meeste waarde creëren;
- » de mogelijke monetaire waarde van het wegwerken van relatieve inefficiënties te kwantificeren;
- » de minst efficiënte bedrijven te identificeren die het meest kunnen profiteren van de managementvaardigheden van de meest efficiënte bedrijven;
- » de meest efficiënte bedrijven te identificeren wier managementvaardigheden door middel van fusie ten gunste kunnen komen van de minst efficiënte bedrijven.

Benchmarking

Benchmarking is een proces waarmee de prestatie van een organisatie vergeleken wordt met die van een aantal vergelijkbare bedrijven. Door analyse van honderd procent efficiënte bedrijven ('best-practice' bedrijven), kan een organisatie zijn eigen prestatie verbeteren.

Conventionele benchmarkingmethodes richten zich op eendimensionale ratio-analyses, zoals kosten per werknemer of productie per werknemer. Alhoewel deze ratio's interessante informatie kunnen geven, opereren de meeste bedrijven met meerdere inputs en outputs tegelijkertijd. De Data Envelopment Analysis-methode (DEA) gebruikt alle inputvariabelen en alle outputvariabelen in één berekening om tot een efficiëntiescore te komen voor het gehele bedrijf (zie [tabel 1](#)).

Tabel 1. Modellspecificatie

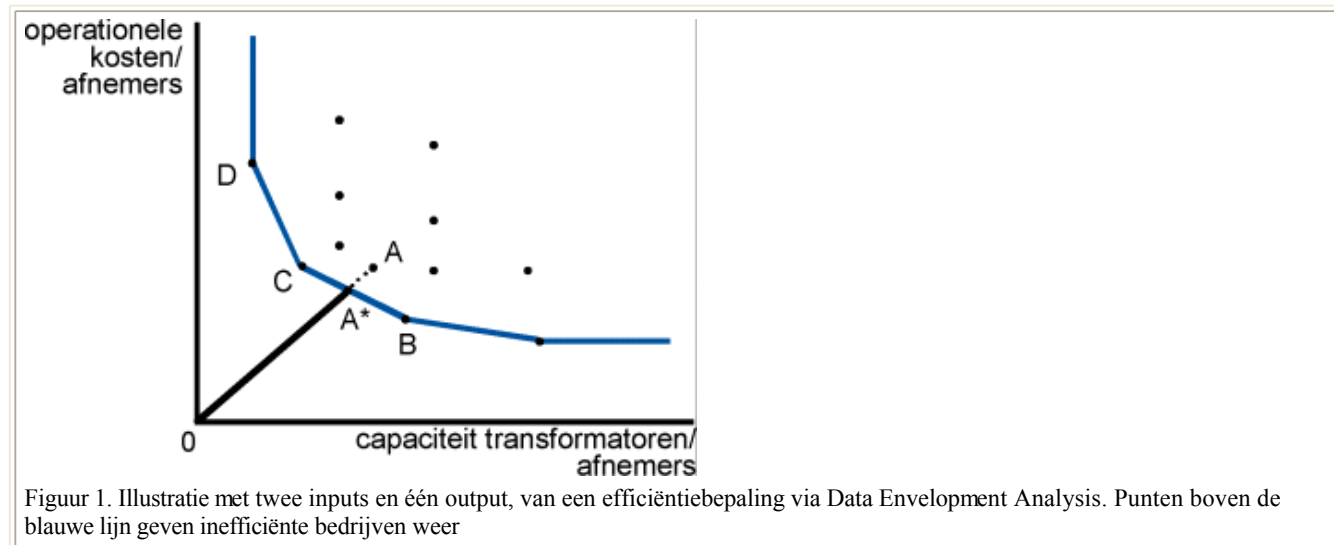
input

output

netwerk lengte (km) _a	afnemers (aantal)
capaciteit transformatoren _a	eenheden (mln. kWh)
operationele kosten (\$)	piekbelasting (Megawatt)

a. Netwerklengte en capaciteit transformatoren worden als vaste inputs beschouwd.
Bron: ICF Consulting.

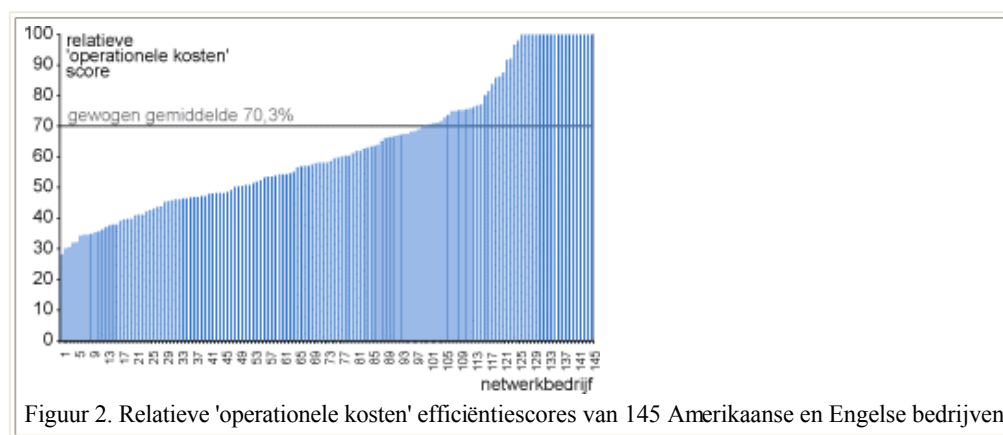
Een ander voordeel van DEA is dat de bedrijven die bij bepaalde inputcombinaties best-practice zijn ('frontier-bedrijven') worden geïdentificeerd en als referentiebedrijven voor inefficiënte bedrijven kunnen worden gebruikt ('peers'). In [figuur 1](#) zijn b en c de 'peers' voor bedrijf a.



Om onze toepassing van DEA te toetsen hebben wij data gebruikt van 145 elektriciteitsnetwerkbedrijven uit Amerika en Engeland in de periode 1990. Deze dataset werd oorspronkelijk gebruikt door Pollitt¹. Het is een consistente dataset die van hoge kwaliteit is. Wij gebruiken deze dataset hier alleen om als voorbeeld te dienen. Het productieproces specificeren we in overeenstemming met andere internationale studies².

Op korte termijn zijn bepaalde inputs niet te beïnvloeden en derhalve oncontroleerbaar voor het management. Wij hanteren de inputs netwerklengte en transformatorcapaciteit als vaste inputs. Dat biedt het voordeel dat er een directe relatie gelegd kan worden tussen de efficiëntiescore en mogelijke besparingen in operationele kosten.

De resultaten zijn weergegeven in [tabel 2](#) en [figuur 2](#). Tabel 2 toont dat de efficiëntie, gewogen naar het aantal afnemers, gemiddeld op 70,3 procent ligt.



Tabel 2. Gewogen gemiddelde 'operationele kosten' efficiëntiescores voor vs en vk elektriciteitsnetwerkbedrijven in 1990

	complete dataset (145)	vs (136)	vk (9)
gemiddelde	70,3	67,4	83,6
minimum - maximum	28,2-100	28,2-100	46,1-100

Er ligt een besparingsmogelijkheid van bijna dertig procent hetgeen aantoont dat er voldoende ruimte is voor verbeteringen binnen de

operationele en onderhoudsactiviteiten en onderhoud bij zowel de Amerikaanse als Engelse distributiebedrijven in 1990.

Een meer gedetailleerde analyse biedt hulp bij het formuleren van antwoorden op vragen als: wat zijn de meest waardevolle bedrijven voor overname? Wat is de monetaire waarde van efficiëntieverbeteringen? Zal een fusie of acquisitie de strategische positie van de nieuwe entiteit verbeteren? Zal de nieuwe entiteit 'best-practice' zijn?

Toepassing in drie cases

Om de bovengenoemde elementen nader te belichten hebben wij drie gevallen gefingeerd waarin enkele bedrijven werden gefuseerd en vervolgens de potentiële besparingen berekend. Onze cases bevatten de volgende samenwerkingsvormen:

- » onderzoek van een aangekondigde fusie: Potomac Electric Power en Baltimore G&E;
- » onderzoek naar de voordelen van aangrenzende distributie gebieden: Massachusetts Electric en Western Massachusetts; en
- » onderzoek naar een transatlantische fusie: Seaboard en Long Island.

In [tabel 3](#) geven wij de efficiëntiescores voor de geselecteerde bedrijven.

Tabel 3. Relatieve 'operationele kosten' efficiëntiescores voor geselecteerde bedrijven

bedrijf	score (%)	peers
Potomac Electric Power	77,1	South Carolina Public Service Authority; Commonwealth Edison Company
Baltimore g&e	100,0	n/a
Massachusetts Electric Co.	53,5	South Carolina Public Service Authority; San Diego Gas & Electric; Southern California Ed.; Commonwealth Edison Company
Western Massachusetts	28,2	Maine Public Service Company; Orlando Utilities; South Carolina Public Service Authority; San Diego Gas & Electric
Seaboard (UK)	100,0	n/a
Long Island	58,1	Nevada Power Company; Southern California Edison; Seaboard

Bron: ICF Consulting.

Een aangekondigde fusie

Alhoewel de fusie tussen Potomac Electric Power en Baltimore G&E (BG&E) werd aangekondigd in 1995, vond zij nooit plaats. De benchmark-analyse laat de onderzoeksresultaten zien van zowel de individuele bedrijven als van de veronderstelde gecombineerde eenheid. BG&E is een best-practice bedrijf, terwijl Potomac een efficiëntiescore heeft van 77,1 procent.

Onze analyse suggereert dat Potomac zou profiteren van de management en operationele ervaringen van BG&E, en dat de fusie, door het verdwijnen van het efficiëntieverschil tussen de bedrijfsvoering van Potomac en de best-practice grens, besparingen zou opleveren. Potomac heeft managementervaring en -vaardigheden nodig, terwijl BG&E zijn best-practice managementvaardigheden zou kunnen toepassen om potentiële efficiëntieverbeteringen te exploiteren.

[tabel 4](#) laat de resultaten van de efficiëntieanalyse zien. De potentiële operationele kostenbesparing kan negen miljoen dollar bedragen voor Potomac indien zij een best-practice firma zou worden zoals BG&E. BG&E kan deze kostenbesparingen effectueren, omdat zij een best-practice bedrijf is. Zolang deze kostenbesparingen hoger zijn dan de additionele uitgaven aan Potomac, levert dit waardecreatie op voor de aandeelhouders van BG&E. (Bedrijven die minder waarde toekennen aan Potomac zijn minder in staat de efficiëntievoordelen te realiseren).

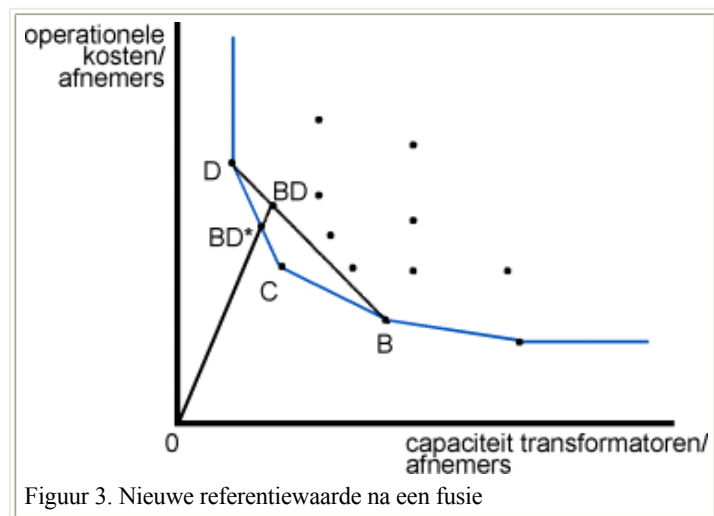
Tabel 4. Kosten en kostenbesparing voor en na fusie van Potomac Electric Power & Baltimore g&e

bedrijf	score (%)	operationele kosten	potentiële oper. kostenbesparing
Potomac Electric Power	77,1	\$ 40.187	\$ 9202
Baltimore g&e	100,0	\$ 79.077	\$ 0
kostenbesparing fusie			\$ 9202
Potomac-bg&e	91,3	\$ 119.264	\$ 10.376

Bron: ICF Consulting.

Een nieuw referentiepunt

Wanneer wij de combinatie van de twee distributiebedrijven vergelijken met de sector, kan worden vast gesteld dat het nieuwe gefuseerde bedrijf niet langer onderdeel van de grens vormt, met een efficiëntiescore van 91,3 procent. Toepassing van deze score op de som van de operationele kosten van beide bedrijven veronderstelt enige additionele besparingen door de fusie, naast de besparingen voor Potomac. De reden voor deze besparing ligt in het feit dat de gefuseerde eenheid een andere mix van inputs gebruikt en wordt vergeleken met een ander deel van de best-practice grens. [figuur 3](#) toont aan dat BD niet langer een best-practice bedrijf is. BD moet nu vergeleken worden met BD*. Dit betekent dat BD meer efficiënt kan opereren door zijn inputs te verlagen. Er bestaan mogelijke schaalvoordelen.



Aangrenzende distributiegebieden

Zowel Massachusetts Electric en Western Massachusetts opereren binnen de New England Power Pool (NEPool) en hebben aangrenzende distributiegebieden. Een fusie tussen deze twee netwerkbedrijven zou derhalve enige fysieke integratie van netten mogelijk maken. [tabel 5](#) laat zien dat beide bedrijven relatief inefficiënt zijn met betrekking tot hun operationele kosten.

Tabel 5. Kosten en kostenbesparing voor en na fusie van Massachusetts Electric & Western Massachusetts

bedrijf	score (%)	operationele kosten	potentiële oper. kostenbesparing
Massachusetts Electric	53,5	\$ 55.118	\$ 25.630
Western Massachusetts	28,2	\$ 21.078	\$ 15.134
totale besparingen fusie			\$ 40.764
Massachusetts United	45,9	\$ 76.196	\$ 41.222

Bron: ICF Consulting.

De totale kostenbesparing voor beide bedrijven bedraagt veertig miljoen dollar. De combinatie en integratie levert een besparingsruimte van nog eens één miljoen dollar.

De veranderende combinatie van de inputs maakt additionele besparingen mogelijk.

Een transatlantische fusie

[tabel 6](#) toont aan dat de operationele kosten van Long Island relatief hoog zijn en dat Long Island aandeelhouderswaarde zou kunnen creëren door een best-practice bedrijf te worden. Opgemerkt dient te worden dat deze resultaten mogelijk veroorzaakt worden door verschillende accountingmethodes in plaats van door onderliggende efficiëntieverschillen.

Tabel 6. Kosten en kostenbesparing voor en na fusie van Seaboard & Long Island

bedrijf	score (%)	operationele kosten	potentiële oper. kostenbesparing
Seaboard	100,0	\$ 98.358	\$ 0
Long Island	58,1	\$ 81.937	\$ 34.332
totale besparingen fusie			\$ 34.332
Seaboard-	100,0	\$ 180.295	\$ 0

Het besparingspotentieel voor Long Island bedraagt \$ 34 miljoen. Onderzoek naar Long Island's peers veronderstelt dat Seaboard een mogelijke transatlantische fusiekandidaat zou kunnen zijn. Long Island zou kunnen profiteren van de fusie door de adoptie van Seaboard's management expertise. De gefuseerde eenheid zou een best-practice firma blijven, ondanks de inefficiëntie van Long Island. Dit houdt in dat een herallocatie van inputs - zonder enige besparing - zou leiden tot een optimalisering van de gecombineerde productieprocessen van de bedrijven. Naast deze optimalisering is een additionele besparing in operationele kosten mogelijk voor Long Island.

De realiteit

In dit artikel onderzoeken wij alleen de potentiële kostenbesparingen van fusies of overnames, niet de eventuele kosten die hier aan verbonden kunnen zijn. Bijvoorbeeld, de integratiekosten voor twee bedrijven kunnen hoger liggen dan de kostenbesparingen als gevolg van een synergie. Andere auteurs stellen dat fusies en overnames financiële middelen en managementtalent verkwist. Schenk ³ stelt dat "tussen de 65 en 85 procent van de onderzochte fusies geen reële meerwaarde weten te scheppen".

De ervaring van de regionale elektriciteitsbedrijven in Engeland en Wales schetst een ander verhaal. De reële kosten per eenheid product daalden 26 procent in de twee jaar nadat overnames werden toegelaten. Het bewijs van empirische studies zoals, Baldwins gedetailleerde studie van de Canadese industrie ⁴, Persitani's studie van fusies in de Amerikaanse banksector ⁵ en McGuckin en Nyugens studie van de voedselindustrie in Amerika ⁶, tonen aan dat fusies en overnames kosten verlagen. Verder vind Nailen dat na een typische fusie in de Amerikaanse elektriciteitssector, een tien procent reductie in personeel plaatsvindt ⁷.

Conclusies

Benchmarking kan bedrijven helpen bij het evalueren van de waarde van fusies of overnames. DEA-methodes kunnen worden toegepast om de vaak latente 'verbeterings'waarde van inefficiënte bedrijven te identificeren en kwantificeren. Dit kan worden toegepast, bijvoorbeeld in de contante kasstroomanalyse, bij de waardebeoordeling van bedrijven in het fusie- en overnametraject. De methodes geven ook aan welke best-practice firma's als peers moeten worden beschouwd.

Evenwel, de analyse toont ook de behoefte aan vergelijkbare data, voor fysieke alsmede financiële cijfers. Het onderzoek naar efficiëntieverschillen moet rekening houden met stochastische of relevante omgevingsfactoren - buiten management controle - die een rol kunnen spelen in de efficiëntieresultaten.

Hoewel de politieke situatie nog niet duidelijk is, lijkt het erg waarschijnlijk dat de privatisering van de Nederlandse elektriciteitsbedrijven ergens in de toekomst zal plaatsvinden. Deze methode kan de netwerkbedrijven helpen een strategische partner te vinden die via kostendaling voordelen levert voor klanten en aandeelhouders.

Onze toepassing van de DEA-methode kan gebruikt worden als een filter om een eerste indruk te krijgen van deze potentiële kostenbesparingen. Dit moet uiteraard opgevolgd worden door meer gedetailleerde analyses

1 M.G. Pollitt, *Ownership and performance in electric utilities*, Oxford University Press, 1995.

2 Zie bijvoorbeeld P.H.L. Nillesen en J.G. Telling, [Verkeerde signalen](#), *ESB*, 9 februari 2001, blz. 124-128.

3 H. Schenk, [Megafusies: kern van de recessie?](#) *ESB*, 6 april 2001, blz. 303.

4 J.R. Baldwin, *The dynamics of industrial competition*, Cambridge CUP, 1995.

5 S. Peristiani, Do mergers improve the X-efficiency and scale efficiency of US banks? Evidence from the 1980s, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1997, blz.326-337.

6 R.H. McGuckin, en S.V. Nyugen, On productivity and plant ownership change: new evidence from the Longitudinal Research Database, *Rand Journal of Economics*, 1995, blz. 257-276.

7 R.L. Nailen, Electric utility deregulation: merger mania, *Electrical Apparatus*, 1998, Issue 7, blz.24-27.